



FSA Discussion Paper Series
DP2026-1
2026年 8 月

ASEAN主要国の金融システムの構造 －発展的観察

シンガポール、ベトナム、フィリピンの位置づけ

三重野 文晴 平田 礼王

金融研究センター 専門研究員

金融庁金融研究センター
Financial Research Center (FSA Institute)
Financial Services Agency
Government of Japan

金融庁金融研究センターが刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<https://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>

本ディスカッションペーパーの内容や意見は、全て執筆者の個人的見解であり、金融庁あるいは金融研究センターの公式見解を示すものではありません。

ASEAN 主要国の金融システムの構造－発展的観察

シンガポール、ベトナム、フィリピンの位置づけ

三重野 文晴* 平田 礼王**

概 要

タイ、マレーシア、インドネシアを対象に金融システムの共通構造を検討した昨年度のディスカッションペーパーDP2025-9 を拡張する形で、ベトナム、シンガポール、フィリピンの3ヶ国を加えた比較分析をおこなった。国際収支構造、銀行信用等の国内金融システム、企業の資金調達行動の観察に3ヶ国を追加するとともに、新たに全6ヶ国に対して企業の設備投資行動と資金制約の関係についての実証分析も行った。

分析の結果、国際収支構造における海外投資の収益性の低さと、それが国内金融システムの金融仲介機能の不完全性を背景にしたものであるという見方は、6ヶ国の観察でも概ね妥当であることを確認した。ただし、ベトナムは先に分析したタイ、マレーシア、インドネシアの3ヶ国との共通性が非常に高く、一方シンガポール、フィリピンにはそれとは外れる要素が多い。

6ヶ国を通じた共通性としてもっとも明瞭なのは、商業銀行貸出の製造業部門からの後退と企業の負債ファイナンスの後退に見られる金融仲介の停滞である。企業行動の側面では自己資金と負債の代替性や、負債調達が企業投資を活性化させる効果が観察されているので、信用市場の役割の余地は大きいといえる。株式市場や債券市場の成長には国ごとの違いが大きいが、社債の発行体が金融部門や不動産・建設部門に偏ることや、企業は長期性の資金需要に応じて社債ファイナンスを活用していることは、ASEAN の債券市場における共通特性であることがわかった。

キーワード：ASEAN、金融システム、資金調達

* 京都大学東南アジア地域研究研究所教授（金融庁金融研究センター専門研究員）

** 埼玉学園大学経済経営学部専任講師、京都大学東南アジア地域研究研究所連携講師（金融庁金融研究センター専門研究員）

本稿は著者の所属する京都大学との共同研究の成果である。論点整理や基礎データの収集・分析にあたって、金融庁総合政策局の伊藤誠一審議官、同局国際室の栗田亮調整官、降幡剣士課長補佐、京都大学東南アジア地域研究研究所連携研究員の湯習文氏から多大な協力を得た（執筆時点）。なお、本稿の内容は筆者の個人的な見解であり、金融庁及び金融研究センターの公式見解ではない。

本稿では、図と表は本文と分離して、20-51 頁に表示されている。

1. はじめに

2025 年 10 月に公表した当研究センターのディスカッションペーパー、DP2025-9、「ASEAN 諸国の金融システムの構造：タイ、マレーシア、インドネシアをベンチマークに」（以後、「旧 DP」と呼ぶ）では、「資産運用立国」の推進とも関わる ASEAN 経済・金融との連携の方向性を探るという問題意識のもとに、発展段階の近いタイ、マレーシア、インドネシアの 3 ヶ国（以後、「中核 3 ヶ国」と呼ぶ）の金融システムにおける共通構造のありかを探った。本稿は、そこで得られた観察を以下の方向に拡張することを目的としている。

第 1 は、研究プロジェクトの本来の対象であるベトナム、シンガポール、フィリピン（以後、「比較 3 ヶ国」と呼ぶ）を含めた 6 ヶ国に観察対象を拡張し、中核 3 ヶ国で見いだされた共通構造との共通性や差異を吟味することである。第 2 は、中核 3 ヶ国について旧 DP で暫定的に進めたミクロ財務データによる企業の資金調達構造についての実証分析を比較 3 ヶ国に拡張し、総合的な観察を試みることである。第 3 は、あらためて全 6 ヶ国を対象として企業の投資行動についての実証分析を行い、資金制約や負債ファイナンスと投資水準の関係を考察することである。これらの観察の拡張を踏まえて、ASEAN 主要国の金融システムの問題を考察する。

旧 DP で見いだされた中核 3 ヶ国の共通構造を要約すると、概ね以下の通りである。第 1 に、マクロ経済面では 2000 年代半ば以降、経常黒字と貯蓄超過の基調のもとで対外投資が継続的に拡大して対内投資の受入れ額と比肩し得る水準に達しており、その点ですでに資本輸出国の性格を強めている。一方で、どの国も投資収益の受取りにあたる第一次所得収支は赤字であり、しかも拡大し続けている。

第 2 に、各国の金融セクターに着目すると、銀行信用の拡大は相対的に緩やかにとどまる中で、製造業をはじめとする生産部門への関与が顕著に後退している。株式市場は時価総額や上場企業数には堅調な伸びが見られるが、多様な企業層の資金需要の場として、どの程度の包摂性が達成できているかにはなお不明なところが残る。社債市場の発展水準は国による違いが大きく、民間発行体の大宗は金融業と不動産・建設業の企業が占め、製造業企業の資金調達は限定される。

第 3 に、企業の資金調達の面では、銀行借入等の負債による資金調達は停滞が続いており、自己金融や内部金融市場への依存が深まっている可能性が高い。社債市場については、規模は小さいもののそれを活用する企業の資金需要としては、設備資金よりは長期の運転資金として活用される傾向がある。

上の 3 つの観察は、以下のような全体構図として示すことができる。マクロ経済面での対外投資の拡大にも関わらず、投資成果としての第一次所得収支の赤字が拡大している。このことは、これらの国々の貯蓄が国内の投資機会を逸して海外流出していることを意味しており、マクロ経済全体として資源配分に非効率性が残っていることを示唆している。一方、国内の金融システムの仲介機能が不十分な中で、企業の資金需要は外部金融に現れずに自己金融に依存し続けている。国内金融システムが国内の良質な投資機会への仲介を十分に果たし得ずに、国内貯蓄が結果として収益率がより低い海外投資に向かう主要因となっている可能性がある。

2. 成長率と資本フロー

2. 1 成長構造

上のような観察を比較 3 ケ国に拡張するにあたって、あらかじめそれぞれの国の位置づけを考えておきたい。図 1、図 2 は、それぞれ 6 ケ国の 1 人あたり GDP と成長率の推移である（旧 DP の再掲）。ASEAN 諸国の中ではシンガポールは 1 人あたり GDP が頭抜けて高い（2020 年で世界 6 位の 65,952 ドル）。ベトナムは 1980-90 年代には 1 人あたり GDP は低かったが、2000 年代の高成長の結果、2023 年には 4,323 ドルと、インドネシア（4,876 ドル）に迫っている。フィリピンの 1 人あたり GDP は 1990 年代まではインドネシアとほぼ同水準だったが、2000 年代以降にはやや後れをとる傾向にあり、また 2020 年ころにベトナムに抜かれている（3,804 ドル、同年）。過去 30 年ほどのフィリピンとベトナムの成長率に明らかな差があることは図 2 でも確認できる。

図 3 は 1970 年以降の 6 ケ国の産業別付加価値構成比の推移をまとめたものである。中核 3 ケ国に共通する傾向は、2000 年代以降、工業化（製造業の発展）が成長を牽引する構造から緩やかに脱しつつあることだった。中核 3 ケ国とも概ね 2000 年代後半に、GDP に占める工業部門、製造業部門の構成比はピークを越え、主にサービス業の成長がそれにとって代わりつつある。

比較 3 ケ国のうちシンガポールとベトナムは、発展段階つまり時間軸の問題として位置づけることができるように見える。シンガポールは 1980 年代から工業化の段階を脱している。ベトナムは逆に工業部門、製造業部門の比率がいまだに上昇する段階にあり、工業化によるキャッチアップ過程のさなかにあると理解できる。

一方で、フィリピンは他の 5 ケ国と比較するとやや異質である。製造業が急速に成長する時期がはっきりとは現れず、工業部門全体の比率も、1984 年の段階から継続的に低下しつづけている。それにかわり 1970 年代半ばの早い時期から一貫してサービス業の比重が高まってきた。フィリピンでは、標準的な意味での工業化のキャッチアップの過程が、はっきりとは見いだせない。

2. 2 資本フローと経常収支

マクロ経済の側面のうち資本フローと経常収支の特徴について、中核 3 ケ国との共通点と相違点を観察したい。図 4 は、中核 3 ケ国からマレーシアを典型例として再掲し（図 4-(1)）、そこに比較 3 ケ国について同じフォーマットの情報をまとめたものである。旧 DP と同様に、国際収支のうち金融収支については粗（グロス）ベース、つまり海外から当該国への対内資本流入と、当該国居住者から海外への対外資本流出（投資）に分けて捉えている。経常収支については純（ネット）ベースである。

マレーシアの事例によって、中核 3 ケ国における特徴を再確認すれば以下のようなようである。1997 年のアジア金融危機時には債務性資金が急激な流出に転じた一方で、対内直接投資の流出はそれほど目立たず、その後にはむしろ流入がつづいている。貿易収支はこの危機を境に、現地通

貨の減価も背景に黒字に転換する。この貿易黒字への転換と定着によって、中核 3 ヶ国では国内貯蓄の超過が定着し、また外貨準備が安定化した。その結果、1990 年代以前には常態だった海外資本への依存と、それに規定されてきたマクロ経済の脆弱性から脱却する。この構造は、特に 2010 年代以降にはっきりと現れてくる。

他方、その頃から経常収支側で新しい課題が生じてくる。貿易収支では黒字基調が持続している一方で、対外投資からの資本収益である第一次所得収支の赤字が拡大し、経常収支上で貿易黒字を相殺する要素となるのである。マレーシアでは、その結果、貿易収支と経常収支の乖離が特に顕著となっている。第一次所得収支の赤字の悪化は、その国の対内投資に対する支払いが対外投資での所得収支の受取りよりも大きく、その差が広がっていることを意味している。旧 DP ではこの事実の解釈として、国内貯蓄が国内投資機会を十分に活かさずに海外投資に流出していること、それ故にマクロ経済全体として、国内の資金循環の中で実現されるべき国内貯蓄の収益機会が、非効率な海外投資によって失われている構造にあると、解釈・整理した。

このような中核 3 ヶ国の構造を出発点として比較 3 ヶ国をみると、そこには一定の共通点があるが、一方で相違点も目立つ。まず、ベトナム(図 4-(2))は基本的には同じ構造を抱えつつ、工業化のキャッチアップの過程にあると言える。2000 年代以降、対内投資、とりわけ直接投資の増加が顕著である一方、対外投資は 2000 年代後半から急増してはいるものの、対内投資に比肩できるレベルにはまだ達していない。対外投資では対外直接投資は無視しう程度しかなく、大宗は銀行信用を含む「その他投資」である。一方、経常収支側では中核 3 ヶ国にやや遅れて 2010 年ごろには貿易・経常黒字に転換している。第 1 次所得収支は同じように赤字が拡大しているものの、これはキャッチアップ段階における対内投資の継続的増加を反映しているところが大きいと考えられる。

次に、シンガポール(図 4-(3))は、ベトナムとは逆に中核 3 ヶ国との共通構造がもう一段成熟している姿に見える。まず、毎年の対内投資と対外投資は年ごとに強い相関があるように見受けられる。このことは、この国が貿易と同様に国際投資の中継地として機能していることを示唆しているが、2000 年代半ばからはその傾向は不変のまま対外投資の水準が対内投資を上回るようになってきている。内訳を見ると、対内投資の過半が直接投資であるのに対して、対外投資では債券・株式などのポートフォリオ投資の比重が高く、また 2020 年代には銀行信用が突出して大きくなっている。中核 3 ヶ国と比較した場合、海外資金を直接投資として受け入れながら、他面で金融部門による海外投資の拠点として機能していることが窺われる。ただし、経常収支面では貿易収支の黒字が定着・拡大し続ける一方で、第一次所得収支は赤字で、2010 年代半ばからそれが拡大する傾向にある。この点では中核 3 ヶ国と共通の構造である。

フィリピン(図 4-(4))は、金融収支の面では、対外投資は中核 3 ヶ国と同様に 2000 年代半ば以降拡大しているが、対内投資の水準には及んではいない¹。ただし、その内訳では直接投資が相当部分を占めている点で中核 3 ヶ国と類似している。この国の異質性は経常収支面で際

¹ 対外投資は対内投資の半分程度の水準で、ベトナムと同程度、70-80%程度のインドネシアより低い。

立っている。2000 年代以降も貿易収支の黒字化が起きておらず、赤字幅は継続的に広がっている。一方、経常収支における第二次所得収支黒字の貢献が大きく、2000 年代以降、それが継続的に増加し続けることによって、貿易収支赤字を相殺して経常収支を均衡させている。第二次所得収支の大宗は海外就労の国内送金であるとみられる。この国は工業化の過程が欠けていること、労働力の輸出が経済や資金フローの中核要素になっていることが 6 ケ国の中では特異である²。

以上を小括すると、比較 3 ケ国のうちベトナムとシンガポールは、中核 3 ケ国に見られた国際収支の構造を基本的には共有しており、それぞれの相違は成長・工業化段階の違いから解釈できる。一方で、フィリピンは、経常収支面の構造が他の ASEAN 諸国との比較において、異質点として目立つ。

3. 金融システムと国内資金循環

3. 1 銀行信用、債券ファイナンス、株式市場の趨勢

本節では国内金融システムをみていきたい。図 5 は、旧 DP の観察を拡張し、6 ケ国について銀行信用、債券ファイナンス（社債市場）、株式市場という外部金融の 3 つの資金チャンネルの規模の趨勢をまとめたものである。6 つの図の左側と右側で縦軸のスケールが異なっていることに注意されたい。このスケールの違いはベトナム、フィリピン、インドネシアとその他 3 ケ国では金融深化のレベルが大きく異なる実態に対応したものである。旧 DP における中核 3 ケ国の観察では、1997 年のアジア金融危機以降、銀行信用が一時的に大きく落ち込み、その回復には長い時間がかかっていることを確認した。図 5 を見ると、このパターンは危機の影響が比較的小さかったシンガポールとフィリピンではある程度当てはまる。一方で、危機の直接の影響が比較的小さかったことを反映してか、直後の急激な落ち込みはみられないものの 2010 年ごろまで緩やかに低下し、その後回復過程に入っている。これに対し、1990 年代には移行経済への改革期にあって国際資本フローから概ね遮断されていたベトナムでは、危機の影響による銀行信用の落ち込みはみられず、その後、着実に銀行信用は拡大していることが確認できる。

株式市場の規模には、国による速度の違いや時期による変動があるものの、比較 3 ケ国も概ね拡大する傾向にあり、この点も中核 3 ケ国が見せる傾向と重なっている。

旧 DP では、中核 3 ケ国の観察から、金融危機からの四半世紀で高い経済成長のもとで遂げられたとされる金融システムの回復は、実のところ、実物経済の水準と比較した対 GDP 比でみるとかなり緩やかなものであり、その安定性の回復は実物経済の成長によって牽引された受動的なものであったことを指摘した。ここでの観察からは、この類型が比較 3 ケ国ではシンガポールとフィリピンにはある程度当てはまるものの、ベトナムの金融システムは、実物経済の成長以上に金融システムの深化が進んできたことがわかる。

² なお、サービス収支の黒字は増加しており、このことはよく指摘されるように、アウトソーシング産業の成長を反映していると考えられる。さらに、第一次所得収支は小さいながら黒字を維持している。

3. 2 銀行信用

図 6 は、商業銀行信用の主な産業向け貸出比率の推移について、比較 3 ヶ国の情報を加えて再整理したものである。中核 3 ヶ国に共通して見いだされていた傾向は以下の 3 点であった。

1. 2000 年代以降の製造業部門へ銀行貸出の顕著な後退・停滞
2. 脱工業化の過程において製造業の後退を上回る速度での当該部門への貸出比率の低下
3. 消費部門および消費に関わると見られる金融部門への貸出比率の高さ
4. 国によって、建設業への貸出比率の伸び³

同様の観点から、比較 3 ヶ国を観察すると興味深い事実がわかる。第 1 に、1 の点、つまり製造業貸出比率の後退ないし停滞については、比較 3 ヶ国に共通していることである。フィリピンでは 2000 年ごろの 30%弱の水準から継続的に低下し、2020 年代には 10%の水準に至っている。シンガポールではもともと 10%程度と低かったが、微減が継続し、2020 年代には 5%に落ち込んでいる。ベトナムは 2011 年以前の情報が入手できなかったが、2012 年ごろの 30%程度から 24 年には 20%弱にまで低下している。1 人あたり GDP の水準や工業化の段階が、それぞれに著しく異なるこれらの国が、銀行信用の製造業貸出比率に関する傾向については、中核 3 ヶ国と共通していることは注目に値する。

一方で、2、3、4 の点については、中核 3 ヶ国との共通性は部分的なものに留まる。シンガポールとフィリピンにおいて、2000 年以降顕著に貸出先として伸びているのは建設・不動産業部門である。フィリピンでは消費部門への貸出の拡大は限られ、また消費と関係するとみられる金融部門への貸出はむしろ低下している。シンガポールでは、金融部門への貸出比率は伸びているが、消費部門への貸出の情報がとれず傾向を断定することはやや難しい。ベトナムについては、貸出比率として伸びているのは貿易部門である⁴。

製造業への貸出比率の低下が 6 ヶ国に共通してみられることが特徴的であることは、実物経済における製造業付加価値の比重の推移と比較することでより際立つ。図 7 は、比較 3 ヶ国それぞれに（1）GDP に占める製造業付加価値の比率と、（2）商業銀行の製造業貸出の比率の時系列推移を示したものである。ベトナムでは、当然のことながら工業化の進捗の中で製造業付加価値比率は上昇している。それにも関わらず銀行信用の製造業向け比率は低下しているのである。長期にわたって工業化の進捗が鈍いフィリピンでは、製造業付加価値比率は長く低下傾向にあるが、図からは銀行信用の比率はその低下速度を遙かに超えて低下していることがわかる。特に 2003 年から 09 年にかけて製造業貸出からの撤退が急速に進んでいる。この傾向はタイに似ている。シンガポールの傾向は、製造業部門の付加価値比率の低下は緩やかであるが、もともと銀行信用の製造業向け比率は 10%程度と、もともと極端に低いという点で、マレーシアに酷似している。

³ 不動産・建設業への融資傾斜は、中核 3 ヶ国ではインドネシアで特に顕著である。

⁴ 貿易に小規模な加工業・製造業の事業が含まれる可能性はあるが、現状の情報では断定は難しい。

中核 3 ヶ国では、商業銀行信用は、アジア金融危機から回復する 2000 年代以降でも実物経済に比して緩やかで、その過程では成長回帰を牽引してきた製造業への関与から大きく後退し、消費関連の部門へ傾斜を急速に強めてきたことが観察された。このことは、「製造業と商業銀行の乖離が進行した」と表現することもできる。比較 3 ヶ国を観察に加えると、この「乖離」は実物経済の発展段階や産業構造の変化とは相関せずに、ASEAN の広い範囲で生じていることがわかった⁵。

3. 3 企業金融の資金調達

旧 DP では、三重野(2015)に依拠して、タイ、マレーシアの上場企業の負債比率や銀行借入比率が 2000 年代前後の時点で世界的にみて相当に低いことを確認し⁶、その上で、インドネシアをあわせて 2010 年以降の負債比率、銀行借入比率、債券比率の水準とトレンドを確認した。その結果、タイ、マレーシアの水準は 2000 年頃と比較して大きな変化はなく、さらにインドネシアを合わせて 2010 年代以降の負債比率、銀行借入比率ともに低下傾向にあることが明らかになった。負債比率の水準はタイとインドネシアで 50%前後、マレーシアでは 40%弱、銀行借入比率はそれぞれ 20%程度と 10%程度であり、マレーシアの負債ファイナンスの不活発さが目立った。債券比率についてはタイで上昇トレンドがあるものの総じて極めて低いことがわかった。

図 8 は、中核 3 ヶ国の情報を再掲するとともに、新たに比較 3 ヶ国の数値も加えて併記したものである。負債比率、銀行借入比率ともに中核 3 ヶ国と同様に低いことは共通しているが、傾向は国ごとに異なるように見える。ベトナムの負債比率、銀行借入の水準とトレンドは、タイ、インドネシアに似ている。負債比率は 2010 年代のはじめには 56%程度とやや高いものの、その後の低下のトレンドが大きく 24 年には 40%弱にまで落ち込んでいる。銀行借入比率は 15～20%の水準で推移している。

シンガポールとフィリピンは負債比率が 45%程度であるが、銀行借入比率が 10%前後と小さい。一方で、2010 年以降の低下トレンドは見受けられない。これはマレーシアに類似している。

債券比率については、ベトナムとフィリピンでは無視しうる水準である。一方、シンガポールでは 3-5%と比較的大きく、若干の上昇トレンドがある。この点は、負債比率、銀行借入比率のトレンドで類似しているマレーシアと異なる傾向である。

観察から大括りすれば、負債比率 50%、銀行借入比率 20%前後で、低下トレンドがあるタイ、インドネシア、ベトナムと、銀行借入比率が 10%程度と極端に低い一方で低下傾向が明確には見られないマレーシア、シンガポール、フィリピンの 2 類型に分類できるように見える。

⁵ この背景には、資金供給側である商業銀行セクターの構造変化があるのかもしれない。

⁶ Rajan and Zingales (1995)から先進国の企業の負債比率の平均値を抜き出し、それに 2000 年時点のタイ、マレーシアの上場主要企業の数値あわせて整理した。Rajan and Zingales (1995)では先進国のうちのアングロ・サクソン型（負債比率 50%台半ば）と大陸ヨーロッパ型（同 70%台）の類型が示されている。これに比較するとタイ上場企業の負債比率の平均値は 56.5%でアングロ・サクソン型の米国、英国とほぼ同水準、マレーシアの上場企業では 39.6%とはるかに低いことが確認されている。

3. 4 企業金融の資金調達：株式時価総額と上場企業数の趨勢

株式市場の成長については、旧 DP においてすでに 6 ヶ国について観察しているので、観察の要点を再確認するに留める。全般に株式市場には継続的な成長が見られる。図 9 は、旧 DP の再掲で、6 ヶ国について、1990 年からの証券取引所の上場企業数と株式時価総額の変化をまとめたものである⁷。時価総額をみると、中核 3 ヶ国では 90 年代後半に一時的な後退があったが、その後 30 年で継続的に上昇している。タイ、インドネシアでは 2010 年代に加速する傾向があり、マレーシアでは 2010 年代には 1,500 百万リンギット程度に安定する傾向が見られる。比較 3 ヶ国も株式時価総額の上昇傾向はほぼ同様である。ただし、シンガポールとフィリピンは 2010 年代半ば以降、時価総額が低下する傾向にある。ベトナムは、タイとともにコロナ禍直後に時価総額が下落している。

株式市場の包摂性(inclusiveness)として、旧 DP でも提起した、組織された資本市場への企業の参加度合いについても再確認したい。図 9 からわかるように、中核 3 ヶ国では 1990 年代前半から株式時価総額の上昇がみられたが、上場企業数に着目すればわかるように、証券市場への企業の参加は極めて限られていた。そして、アジア金融危機からの回復過程の 2000 年代には、株価や株式時価総額の増加は著しい反面、企業の新規上場は少なかった。2010 年代に入ると、インドネシア、タイでは上場企業数が加速的に伸びる。これらの国では、株式時価総額の上昇は、単に株価の上昇によるだけでなく、企業の市場への参加の増加も貢献していたものとみられる。一方、マレーシアは 2000 年代半ばをピークに上場企業数は減少に転じ、2010 年代以降は多少の増減はあるものの横ばいの趨勢である。比較 3 ヶ国でこの類型にあるのはシンガポールである。2010 年代半ばから上場企業数が顕著に減少し、それに引きずられてか時価総額も低下に転じており、より退潮趨勢が強い。マレーシア、シンガポールの株式市場は、包摂性つまり主要企業の市場参加の観点からはすでに一定の成熟に至っているとも理解できるのかもしれない。これに対し、中核 3 ヶ国へのキャッチアップ過程に位置するベトナム、独自の産業発展構造を辿るフィリピンでも、ともに上場企業数にはタイやインドネシアほどの勢いはないものの増加傾向が見られる。

総じて言えばこの 30 年で、6 ヶ国の株式市場は、単に株価が上昇しただけでなく市場の包摂性も向上する形で発展・活性化したように見える。マレーシア、シンガポールでは 2000 年代のうちに一定の成熟に達し、それ以外の国では 2010 年代を通じてかなり成長をみせている。

3. 5 社債市場

3. 5. 1 社債市場成長の類型

社債による資金調達チャンネルについても旧 DP ですでに比較 3 ヶ国に一部言及をしている。そのため、ここでは中核 3 ヶ国を含めた観察の再確認をしつつ、一部補足された情報をもとに比較 3 ヶ国の傾向を見ていきたい。図 10 は、アジア開発銀行の AsianBondsOnline データベ

⁷ 図 5 とは異なり時価総額は対 GDP 比ではなく、実額であることに注意されたい。

スから集計した、6 ヶ国の債券残高の対 GDP 比の趨勢をまとめたものである。主に中核 3 ヶ国について見いだされた事実は以下のものであった。

まず多くの国で債券市場全体は、国債や中央銀行債がかなりの比重を占めており、企業の資金チャンネルである社債の比重は限られる。アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）が開始される 2001 年時点で、社債残高の規模は国によってばらつきがある。6 ヶ国のうちでは、タイのみ 2000 年代はじめから堅調な社債残高の拡大が明瞭である。マレーシアはもともと社債の規模が大きく 2000 年代には大きな動きはなかったが、2010 年代後半からやや拡大する傾向にある。一方、インドネシアは、もともと社債市場の規模が極めて小さく、その規模での停滞が現在まで続いている。

比較 3 ヶ国のうちベトナムとフィリピンは水準としてはインドネシアに近い。インドネシアでは、（期間を通じて GDP 比 2-3%）、フィリピンは 2010 年代半ばから微増傾向があるが（2005 年の 1%が 2019 年には 8%程度に）規模そのものはいまだ極めて小さい。ベトナムも同様に規模は小さいが、2005 年に 1%程度であったものが、2020 年代に大きく拡大し、22 年で 8%に拡大している。

シンガポールはマレーシアの類型に近い。社債残高は、2000 年代前半ですでに GDP の 30%弱であり、この水準に大きな変化はない。マレーシアが 2010 年代後半からやや拡大して 2001 年の 35.2%から 23 年には 54.1%に達したのに対し、シンガポールではこの四半世紀を通じて 30%台でほぼ横ばいにとどまっている。

3. 5. 2 経済発展と社債市場規模

社債市場の発展の条件については、債権者の権利保護の水準に依存するという見方がある（La Porta et. al., 1998）、また、その条件は経済発展の成熟の中で実現してくるという見方もある（Boot and Thakor, 1997, Demirguc-Kunt and Levine, 1999）。図 11 は、旧 DP の図にデータを補足して、シンガポールを除く 5 ヶ国の社債残高の対 GDP 比を縦軸に、1 人あたり GDP を横軸にとってプロットしたものである。観察対象の ASEAN 諸国において、社債残高と経済発展にどの程度の相関があるかを眺めたい。

図 11 によると、この期間の各国の経済成長を反映して横方向への伸びは大きいですが、既に確認されたとおり、経済水準の変化とともに社債市場の規模が変化する傾向は、タイにおいて明瞭に観察されるが、他の国ではさほど相関が強いようには見受けられない。マレーシアは一見よく相関しているようにも見えるが、2010 年ころまでほぼ横ばいでその後急上昇していることに注意が必要である。タイもマレーシアも 2010 年代に 1 人あたり GDP の伸びが停滞していることにも注意が必要だろう。その他のインドネシア、フィリピン、ベトナムは、概ね 1 人あたり GDP の水準とは関係なく成長が限られているように見える。なお、シンガポールは、1 人あたり GDP が極端に高いのでこの図からは外しているが、社債残高の GDP 比（縦軸）の水準は 30-32%程度で概ね横ばいで、1 人あたり GDP との相関は低い。

3. 5. 3 債券ファイナンスの資金調達需要の偏在

中核 3 ヶ国で確認された重要な観察の一つは、社債による資金調達の需要には産業部門に強い偏りがある。という事実である。ただ実際のところ、各国において発行体別の社債残高のヒストリーデータを揃えることは簡単ではない⁸。旧 DP では中核 3 ヶ国については、各国債券関係機関や Bloomberg などのデータベースからフローの発行情報を集め、発行額や償還期限などを計算に入れて積み上げる形で推計された⁹。同じことを、比較 3 ヶ国で推計することを探ってきたが、情報を入手できたのはベトナムだけであり、しかも 2014 年以降の情報に留まった。

図 12 は中核 3 ヶ国の図の再掲とともに、ベトナムの発行体別社債残高を 2014 年以降の年次でまとめたものである。中核 3 ヶ国の観察では、発行残高に占める金融部門（商業銀行およびその他金融機関）の比重が高いことが確認されている。2020 年の社債残高に占める比率はマレーシアで 49.5%、インドネシアで 50.1%と全体のほぼ半分で、タイでも 21.6%である。商業銀行だけでもマレーシア、インドネシア、タイでそれぞれ 19.7%、26.4%、13.7%にのぼる。

ベトナムについてもこの傾向は同様で、2020 年の同様の比率は金融部門全体で 36.7%、そのほとんどが商業銀行である（33.5%）。しかも 2020 年は前後の時期と比較してその比重がもっとも低い時期にあたっている。例えば 2015 年と 2024 年では、金融企業全体でそれぞれ 70.9%、56.0%という水準になる。中核 3 ヶ国の中でも比重の高いマレーシア、インドネシア並み、あるいはそれ以上に金融部門に偏っているのである。また、2018 年ごろから 22 年ごろまで不動産部門から発行された社債残高が拡大している。注目すべきは、製造業企業の残高の低下傾向である。情報のとれる 2014 年には製造業による発行残高が全体の 30.2%の水準であったものが、その後継続的に低下し、2024 年には 10.2%にまで比重が縮小している。この間、GDP にしめる製造業付加価値比率は拡大しているので、社債というチャネルは実物経済の成長を担う主力部分への資金調達手段としての機能を縮小していると考えられる¹⁰。

フィリピン、シンガポールの状況は観察できなかったものの、中核 3 ヶ国の観察に比較 3 ヶ国の一つであるベトナムの情報を加えても観察の全体傾向は同様であり、ASEAN 主要国に共通する傾向と推測できる。債券ファイナンスは、銀行信用チャンネルを全域的に代替する形での機能は果たしておらず、特にアジア金融危機後の成長を牽引した製造業部門への資金供給は限定的である。一方で、商業銀行を含む金融部門の補完的な資金調達手段としての存在感を高めている¹¹。さらにインフラ投資の資金需要に対して一定の役割を果たしている。債券ファイナンスの長期性資金としての性格がこうしたセクターの資金需要に適合しているのかもしれない¹²。

⁸ 2000 年代半ばの著者調査時は、各国の債券協会年報等から企業別の発行残高を取得できた。近年は電子化・データベース化やネット公開が進む一方、ヒストリカルデータ保存が不完全になる逆説的な状況が起きている。

⁹ 早期償還などの要素により多少の誤差が出る可能性もあるが、近似値としては利用可能だろう。

¹⁰ もっとも、社債残高の GDP 比率は、2014 年の 0.04%から、2025 年には 6.95%に伸びているので、総額として低下したのではなく、新しい発行体が不動産、金融部門に偏ったものである可能性はある。

¹¹ 商業銀行や金融業の債券ファイナンスの利用は、それらを経由して資金が消費部門向け信用の拡大に接続していると推測される。また一方、銀行間の資金市場を通じて資金の期間変換メカニズムの一部となっている可能性も考えられる。

¹² この点は、後述の実証分析からもある程度裏付けられる。

4. 企業財務データによる資本調達構造の分析 ― 比較 3 ヶ国の追加検討

4. 1 データ、手法の確認

旧 DP では、中核 3 ヶ国の上場企業のミクロ財務データを入手し、これをもとに企業の資金調達構造について実証分析を行った。ここでは同様の手法を用いて分析を比較 3 ヶ国にまで拡張する。その観察結果をあわせて検討し、中核 3 ヶ国で見いだされた傾向の一般性、妥当性を吟味する。

実証に利用するデータセットは、旧 DP と同様に Moody's 社の提供するデータベース *ORBIS* に所収される利用可能な非金融全上場企業、2010-2024 年の期間である。観察の着眼点は、銀行借入などの負債ファイナンスの選択が、(1) 内部留保（自己金融）とどの程度代替性があるのか、(2) 産業特性によって影響を受けているのか、という 2 つの点である。被説明変数の負債項目としては、総負債、銀行借入、社債の 3 種類に分けて分析した。このうち、社債ファイナンスについては、福田(2003)の手法に沿って、銀行信用を含むその他の負債との代替・補完関係の観察から、社債が持つどのような機能への需要として企業が債券ファイナンスを選択しているのかも検討した。

負債、銀行借入についての推計手法は、以下の通りである。

$$y = \alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 T + \mu \quad (1)$$

被説明変数の y には、負債と銀行借入の 2 種類が想定される。いずれも対総資産比率である。 x_1 はコントロール変数、 x_2 は自己資金、産業・技術特性など主な観察対象となる変数、 T はタイムトレンドである。説明変数は以下の通りである。

総資産（対数値）	： 企業規模の代理変数
内部留保	： 自己資金（キャッシュ）の代理変数、内部留保／総資産
産業ダミー	： 産業別の特性
資本集約度	： 産業・企業の技術特性と資金需要の違い、固定資産／総資産
時間項	： タイムトレンド（年次、2010 を起点）

内部留保（内部留保額（資本勘定項目）／総資産）は、負債との代替関係を測るための自己金融の代理変数である。産業ダミーの分類は国際標準分類の 3 桁レベルから鉱業、製造業、建設・不動産、運輸・倉庫、通信・情報を選び、製造業は軽工業分野の製造業 A と重工業分野の製造業 B にわけて、計 6 種類の産業ダミーで観察した。さらに、産業や企業の技術特性の違いを反映した資金需要の違いとしても捉えるために、資本集約度の代理変数を導入した。最後に、時間変化を捉えるために年次トレンドを導入した。推定手法には変量効果モデルを採用した。

社債のファイナンスについての推計手法は、負債・銀行借入の推定手法に加えて、福田(2003)

の手法を援用して、企業の社債ファイナンス（社債発行）の動機を、（１）資本コストの違いと（２）長期性資金への需要のいずれかがバインディングであるのかを吟味した。それを識別するために、上の推計式に、負債比率を説明変数として加えた¹³。被説明変数の社債比率には非正值が多く含まれることから、Tobit モデルを採用した。

4. 2 中核 3 ヶ国の観察の確認

旧 DP で中核 3 ヶ国のタイ、マレーシア、インドネシアについておこなった推定の結果は、付表 1-3 として再掲している。観察を確認すると以下の通りである。

負債・銀行借入

- （１） 内部留保は負債・銀行借入と負の相関があり、資金調達手段として代替性がある。
- （２） 資本集約度は、負債・銀行借入と正に相関し、設備投資において外部資金のチャンネルが活発であることが示唆される。
- （３） 産業ダミーの違いが負債・銀行借入にもたらす影響は曖昧である。
- （４） 2010 年以降どの国でも負債・銀行借入比率が低下するトレンドにある。

社債

- （１） 内部留保と社債の負の相関は認められない。自己金融と社債は異なる資金需要に対応していることが示唆される。
- （２） 企業規模は社債に正に相関しており、企業規模が大きいほど社債発行が活発である。
- （３） 資本集約度は社債に負に相関しており、社債による資金調達が設備投資資金ではなく、運転資金の需要に対応している可能性を示唆している。
- （４） 負債比率が社債に正に相関しており、これは企業の負債ファイナンスの動機が長期性の資金需要にあることを示している。
- （５） （３）、（４）と、建設・不動産産業ダミーが社債と正の相関をもつことを考えると、社債ファイナンスは長期の運転資金を必要とする企業や産業との親和性が高いと理解できる。

4. 3 比較 3 ヶ国ーベトナム、シンガポール、フィリピンの推計結果

本稿では、上と同様の手法で比較 3 ヶ国のデータによる推計を試みた。各国のデータソース、対象期間とも同様である。推定結果は、表 1 から表 3 の通りである。

中核 3 ヶ国の場合と同様に、被説明変数を負債比率としたケースと銀行借入比率としたケースの結果はよく似ている。まず、内部留保はどの国のケースでも負債や銀行借入と負の相関が見いだされ、また資本集約度はベトナムの負債比率のケースをのぞき正の相関が強く計測され

¹³ 推計手法と識別のモデルについての詳細は、福田(2003)、三重野(2015)および旧 DP を参照されたい。

た（後者は、ベトナムの負債比率のケースのみ当てはまらない）。自己金融と負債の代替性と資本集約度の高い産業に負債ファイナンスの需要がある点は、6 ヶ国に共通していることになる。

次に、2010 年以降の負債比率、銀行借入比率の低下トレンドは、ベトナムとフィリピンで有意に観察され、特にベトナムではそれが顕著である。産業ダミーの当てはまりは中核 3 ヶ国と同様に曖昧に留まった。

被説明変数を社債比率とした推計からは、以下の結果を得た。第 1 に、内部留保のパラメーターは、3 ヶ国ともに正の符号に有意であった。旧 DP では、中核 3 ヶ国の中でタイ、マレーシアでは相関が有意ではなく、インドネシアでは正の相関があったものの、これを例外事例として軽視していた。しかし、比較 3 ヶ国の分析結果をあわせると、6 ヶ国中 4 ヶ国で無相関ではなくむしろ正の相関が観察されたことになる。タイとマレーシア以外の国では、内部留保と社債ファイナンスの性質がまったく異なるものなのではなく、それらが何らかの形で補完的に活用されている可能性が示唆されていることになる。

第 2 に、資本集約度と社債の相関関係はベトナムで中核 3 ヶ国と同様に負に有意、シンガポールでは有意ではなく、フィリピンで正に有意だった。設備投資資金よりは、運転資金としての需要が大きいという解釈は、中核 3 ヶ国の他はベトナムにしかあてはまらないことになる。

第 3 に、負債比率は正の符号が計測された（ただしベトナムは有意ではない）。社債の発行動機が資金の長期性への需要であるという解釈は、概ね 6 ヶ国全体に一般化できることになる。

4. 4 小括

ここでの追加観察をまとめると、6 ヶ国に共通の傾向として概ね確認されたことは、（1）自己金融と負債の代替性（6 ヶ国）、（2）資本集約度が高い産業ほど負債ファイナンスが活発（ベトナムをのぞく 5 ヶ国）、（3）負債比率・銀行借入比率の下降トレンド（シンガポールをのぞく 5 ヶ国。ベトナムでは特に顕著）、（4）社債ファイナンス動機が資金の長期性の需要によるものであること（ベトナムをのぞく 5 ヶ国）、の 4 つである。一方、インドネシア、ベトナム、シンガポール、フィリピンの 4 ヶ国では、内部留保と社債発行は正の相関があり、タイ、マレーシアでは無相関だった。内部留保と社債ファイナンスには代替関係はないという結論は動かないが、中立と言うよりは過半の国において何らかの補完的な活用がなされている可能性が見いだされた。

5. 企業財務データによる設備投資行動の分析

本稿では、昨年来の研究プロジェクトにおける議論を踏まえ、企業の資金調達構造をもう一段掘り下げて観察するために、企業財務データの同じサンプルによって、各国の企業（上場非金融企業）の設備投資関数をトービン Q 型投資関数モデルに基づいて推計し、それに内部留保や資本集約度などの外生変数がどのような影響を与えているかの分析を試みた。投資関数としての推計には必ずしも成功していないが、いくつか興味深い事実も確認できたので、この節で補論的に示したい。

5. 1 手法

データソースとサンプルは、第 4 節の分析と同じである。ただし、ここではバランスシート情報のみならず、設備投資の成長率や金利支払いなど、損益決算書側の情報も活用している。推計モデルは、トービン Q 型投資関数を想定して説明変数のトービン Q を収益率と資本コストに線形に分解する形をベースとする。エージェンシー・コストとそれを織り込んだ資本コストが多様な現実世界では、モジリアーニ・ミラー的な意味でのファイナンス手段の中立性はくずれるので、自己資金が潤沢な企業ほど投資率が高いこと、したがって、自己資金の代理変数(キャッシュないし内部留保)が投資にプラスに利くことは、Fazzari et. al (1988) などの古典的研究以来、よく知られてきた(内部資金制約)。さらに、何らかの属性の違いや環境変化によって、この自己資金のプラス効果が弱まる場合に、その要因が外部金融側のエージェンシー・コストを低下させて内部資金制約を緩和している、と捉える分析アプローチは広く知られ、日本やアジアの金融システムについて数多く行われてきた¹⁴。ここでの分析もこれを踏襲している。

推定に用いるモデルは三重野（2015，ch. 3）に準拠する。

$$INV = \alpha_0 + \alpha_1 ROA + \alpha_2 CAC + \alpha_3 RE + \alpha_4 FIXA \log + \alpha_5 X + \alpha_6 BU + \mu \quad (2)$$

ここで、

INV: 設備投資の増加率 = $\text{Log}(\text{固定資産} / \text{固定資産の 1 期ラグ})$

ROA (+): 総資産利益率 = $\text{税引き前利益} / \text{総資産}$

CAC (-): 資本コスト = $\text{利子費用} / \text{有利子負債}$

RE (+): 内部留保 = $\text{内部留保} / \text{総資産}$

FIXAlog (-): 固定資産の一期ラグ (対数値)

X: 産業や企業の特徴、ここでは以下の 3 つ。

(1) 企業規模: 総資産(対数値)

(2) 資本集約度 (固定資産 / 総資産)

(3) 製造業ダミー

BU: 銀行借入比率 = $\text{銀行借入} / \text{総資産}$

μ : 確率的攪乱項

括弧内はコントロール変数の想定される符号である。自己資金（内部留保）の設備投資に対する効果が、産業・企業属性によって異なる可能性を吟味するため、それらの変数である企業規模、資本集約度、製造業ダミーについては、定数効果としてだけでなく、内部留保との交差項としても導入される。

¹⁴ タイ、マレーシアについては Mieno (2006)、Suto (2003) がこれと同様の問題意識から検討を加えている。三重野 (2015) も同様のアプローチでタイ、マレーシアを観察している。

5. 2 観察結果

6 ヶ国についての推定結果は、その要約は表 4、国別の推計結果の詳細は表 5 にまとめられている。残念ながら多くの推計で設備投資関数そのもののフィットが不十分であるので、評価は慎重になされなければならない。ここでは、予備的考察として、推定結果の吟味そのものよりも、表 4 に沿って 6 ヶ国に強く共通する傾向を指摘するに留めたい。

まず第 1 に、設備投資関数の基本的説明変数としては、収益率が正に、資本コストが負に利くはずである。タイ、インドネシアではこれらの変数が有意でないか逆の符号に有意であり、投資関数としての推計に成功しなかった。一方、マレーシアでは収益率と資本コストの両方が、ベトナムでは収益率の一部が想定通りの符号で有意となっている。また、シンガポールとフィリピンでは一部の推計について想定と整合的な結果を得ている（これらの違いを表 4 では、「×」、「△」、「△×」と記している）。

第 2 に、内部資金制約を示す内部留保（自己資金）は、タイ、マレーシア、シンガポール、フィリピンの 4 ヶ国では正に有意であり、特にタイでは明瞭にこの効果が検出されている。これらの国では信用市場をはじめとする外部金融の市場の不完全性によって、企業はその投資決定を自己資金に依存して決定する傾向がある。

第 3 に、上のような信用制約の有無にかかわらず、シンガポールを除く 5 ヶ国で銀行借入と設備投資の水準との間に有意な相関が認められた。内部留保のパラメーターからみた内部資金制約の存在はやや曖昧に留まったが、ここでは負債ファイナンスへのアベイラビリティが投資促進の効果をもっていることが、より明瞭に示されている。第 4 節で見た企業の資金調達の分析では、自己金融と負債の間の代替性が見いだされていることを考え合わせると、銀行信用などの負債ファイナンスが企業の投資に果たす役割の余地を意味しているように思われる。

第 4 に、投資水準に影響を与える外生変数としては、資本集約度と製造業ダミーはほとんどの国で正に有意である。資本集約型の産業では設備投資が旺盛で、また製造業も他の産業と比較して設備投資が旺盛であることは、ごく自然な結果ではある。なお、企業規模と投資水準の相関については一定の方向は見いだされなかった。

第 5 に、自己資本と外生変数である企業規模、資本集約度、製造業ダミーそれぞれとの交差項を説明変数に入れることで、それらの属性が、企業が直面する内部資金制約の深刻度に違いをもたらしているのか否かを検討した。インドネシアとシンガポールはそもそも内部留保が正に有意ではないので観察から除外すると、残りの 4 ヶ国で共通傾向として内部資金制約への影響が見いだされたものは、唯一資本集約度であった。信用制約の存在がみとめられるタイ、マレーシア、シンガポール、フィリピンのうち、タイを除く 3 ヶ国では企業の資本集約度が高いほど内部資金制約が小さいことが示されている。ASEAN 諸国の成長の中核となってきた重工業や近代的サービス業などが資本集約度の高い産業として想定される。このような産業では、設備投資が旺盛で負債ファイナンスも活発であるが、一方で内部資金制約は相対的に小さいことになる。こうした産業に好条件の銀行融資が偏っているのかもしれない。

6. 観察のまとめ

6. 1 6 ヶ国に共通の傾向

本稿では、観察を比較 3 ヶ国にまで広げた場合に、旧 DP で中核 3 ヶ国から見いだされた金融システム構造の特性がどの程度一般化できるかを考えてみた。比較 3 ヶ国に対して旧 DP と同じ項目の観察を行うとともに、中核 3 ヶ国も含めてあらたに設備投資関数の推計と内部資金制約の存否の検討を試みた。

比較 3 ヶ国の金融システムが中核 3 ヶ国に共通する特徴にどの程度当てはまるのか、あらためて整理したい。表 6 は、観察のポイントを 4 つの大項目と 14 の小項目にまとめて、比較 3 ヶ国の観察結果を整理したものである。本稿ではじめて行った企業の設備投資についての観察結果も含めている。

6 ヶ国でかなりの部分で共通すると言い得るのは、第 1 に、銀行信用と企業の負債ファイナンスの水準の項目（2, 3, 7, 8）である。GDP 比で測った商業銀行信用の回復は緩やかで、製造業向け貸出の比率はすべての国で低下傾向にあるか、そもそも極めて低い。商業銀行貸出は消費部門あるいは建設・不動産部門が高い比重を占めており、その傾向は多くの国で近年強まっている。企業の銀行借入の側からみると、上場企業の銀行借入・総資産比率は 20%程度のグループ（タイ、インドネシア、ベトナム）と 10%程度のグループ（マレーシア、シンガポール、フィリピン）に分かれるが、いずれにせよ極めて低い。前者のグループでは、2010 年以降、負債比率や銀行借入比率の低下が持続しており、この傾向はベトナムで特に著しい。

第 2 に、企業の資金調達構造の決定要因についての項目でも共通傾向が見いだせる（9, 10）。6 ヶ国すべてのケースで負債と内部留保には明確な代替性があり、またベトナムを除き、企業の債券発行の動機を長期性資金の需要に見いだすことができた。さらに社債の発行体の産業別シェア（6）については、シンガポールとフィリピンについては情報が入手できなかったものの、ベトナムの傾向は中核 3 ヶ国に酷似しており、これも ASEAN を通じての共通構造である可能性が高い。

第 3 に、国際収支の構造（1）は、第二次所得収支黒字が大きいフィリピンという特異な事例をのぞけば、对外投资の拡大と一方での第一次所得収支の赤字拡大が共通構造である。工業化による成長の先にあるマクロ経済の課題として重要と考えられる。

第 4 に、企業の設備投資については推計自体が十分に成功していないが、6 ヶ国にはほぼ共通する傾向として、資本集約産業と製造業の投資率の高さ（13, 14）は指摘しうる。投資における内部資金制約の存否についての観察結果は曖昧だったが、銀行借入が投資を促進する傾向は、シンガポール以外の 5 ヶ国で確認された。さらに内部資金制約がみられる国のうち、マレーシア、シンガポール、フィリピンでは同時に資本集約産業においてはその制約が相対的に弱いことが示されているが、これらの国はまた共通して、企業の銀行借入水準が総資産比 10%程度と極めて低い。3 ヶ国では資本集約産業の投資が旺盛である一方で、投資資金は負債ファイナンスに依存していない傾向があるのかもしれない。

6. 2 比較 3 ヶ国の全体傾向

比較 3 ヶ国それぞれの国について、観察をまとめておきたい。3 ヶ国のうちで、中核 3 ヶ国の共通傾向にもっともよく当てはまるのはベトナムである。国際収支、銀行信用、企業資金調達の特徴に加え、株式市場、社債市場の状況も類似点が多い。ベトナムは実物経済成長の点では、中核 3 ヶ国よりも初期の工業化段階にあるが、金融システムの構造では類似していることになる。中核 3 ヶ国との違いは工業化段階の違いから理解できると考えられるが、その一方、輸出製造業がまだ強い成長を見せる中で、商業銀行の製造業貸出比率や企業の負債ファイナンスが、中核 3 ヶ国よりも早いペースで低下していることには注目すべきであろう。

シンガポールは、中核 3 ヶ国よりマクロ経済で成熟していることを別にすれば同様の構造であるように見える。金融システムの状況はマレーシアとの類似性が強い。一方、企業の資金調達や設備投資行動については、負債比率の低下トレンドがみられない、銀行借入の投資促進効果がみられないなど異なるところが多い。1 人あたり GDP がすでに世界第 6 位の経済に至っており、そこに集積する企業は ASEAN の類型とは異なるのかもしれない。その点で、シンガポールは、後続的な位置づけで理解しうるベトナムとは異なり、中核 3 ヶ国の先行形の類推では捉えきれない部分がより大きい。

フィリピンは、国際収支の構造が全く異なっている。金融システムの機能面では中核 3 ヶ国との共通点もあるが、企業の資金調達や投資行動では、負債比率の下降トレンドが観察されない、資本集約産業の旺盛な投資も見られないなど、シンガポールと同程度に異なる部分が多い。6 ヶ国の中ではやや独特な位置にある。

7. おわりに

本稿では、旧 DP を踏まえて、観察対象をベトナム、シンガポール、フィリピン（比較 3 ヶ国）に拡大し、旧 DP で取り扱ったタイ、マレーシア、インドネシア（中核 3 ヶ国）で見いだされた金融システムの共通構造が、広く ASEAN の金融構造としてどの程度一般化ができるかを検討した。あわせて、6 ヶ国について企業の設備投資行動の実証分析も行い、それも含めて 6 ヶ国の共通構造と比較 3 ヶ国それぞれの特徴を検討した。

6 ヶ国のうちではフィリピンが多くの側面で独特であり、ついでシンガポールがやや異質な要素をもっていた。ベトナムは経済発展の水準が中核 3 ヶ国からやや後置するにもかかわらず共通点が多いことがわかった。

旧 DP で見いだされた、国際収支構造が示唆するマクロ経済の資源配分の非効率性と、そのことが国内の金融システムの不十分な仲介機能に対応しているという課題設定は、大まかに言えば 6 ヶ国に拡張しても成り立つ。ただし、フィリピンやシンガポールの経済構造については別個に吟味される余地が大きい。

ASEAN の国内金融システムの共通構造として際立つのは、商業銀行信用の生産部門への仲介機能後退と、企業の銀行信用への依存の低さである。この金融仲介の不活発さの問題は、企業金融という資金需要の側からだけでなく、ASEAN の商業銀行セクターが同じ時期に業態面でど

のように変容してきたかという、資金供給側の観点からも今後検討される必要があろう¹⁵。

本稿のミクロ実証分析には改善の余地が多く残る。ここで暫定的に見いだされた事実群を統計的により頑健な形で示すことが課題として残っている。また、本稿では、国際収支面、国内金融システム面、企業の資金調達と設備投資の行動の面を網羅して、ASEAN6 ヶ国の金融の共通構造を大きく析出することに注力した。この構図は今後の作業仮説にすぎず、今後さまざまな角度からの検証が必要である。なお、本稿で見いだされた事実は今後のアジア金融協力のあり方や、日本の金融資産、金融セクターにとってさまざまな含意を持つように思われるが、その考察は別途行っていきたい。

¹⁵ その試みとしては、例えば三重野編（2020）。

参考文献

- Boot, A.W. A. and Thakor, A.V. (1997) “Financial System Architecture” *The Review of Financial Studies*, Vol.10, Issue3, pp.693-733.
- Demirguc-Kunt, A. and Levine, R. (1999) “Bank-Based and Market-Based Financial Systems - Cross-Country Comparisons” *Policy Research Working Paper*; No. 2143, World Bank.
- Fazzari, Steven M, Glenn R. Hubbard, Bruce C. Petersen (1988) “Financing Constraints and Corporate Investment”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1988, No. 1, pp.141-206.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1998) “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, Vol.106, No.6, pp.1113-1155.
- Mieno, F. (2006) “Fund Mobilization and Investment Behavior in Thai Manufacturing Firms in the Early 1990s”, *Asian Economic Journal*, Vol.20, Issue.1, pp. 95-122.
- Rajan, R.G. and Zingales, L. (1995) “What Do We Know about Capital Structure?: Some Evidence from International Data”, *The Journal of Finance*, Vol. 50, Issue5, pp.1421-1460.
- Suto, M. (2003) “Capital Structure and Investment Behaviour of Malaysian Firms in the 1990s: a Study of Corporate Governance before the Crisis”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol.11 No.1, pp.25-39.
- World Bank (1998) *East Asia: The Road to Recovery*, Washington, D.C, The World Bank.
- 福田慎一 (2003) 『日本の長期金融』 有斐閣
- 三重野文晴 (2008) 「タイ、マレーシアにおける企業の分布と資金調達-上場／非上場、外資系・日系企業を焦点に」 日本政策金融公庫 国際協力銀行 国際情報調査室報 (2) 104-130
- 三重野文晴 (2015) 『金融システム改革と東南アジア：長期趨勢と企業金融の実証分析』 勁草書房
- 三重野文晴 編 (2020) 『変容する ASEAN の商業銀行』 日本貿易振興会アジア経済研究所

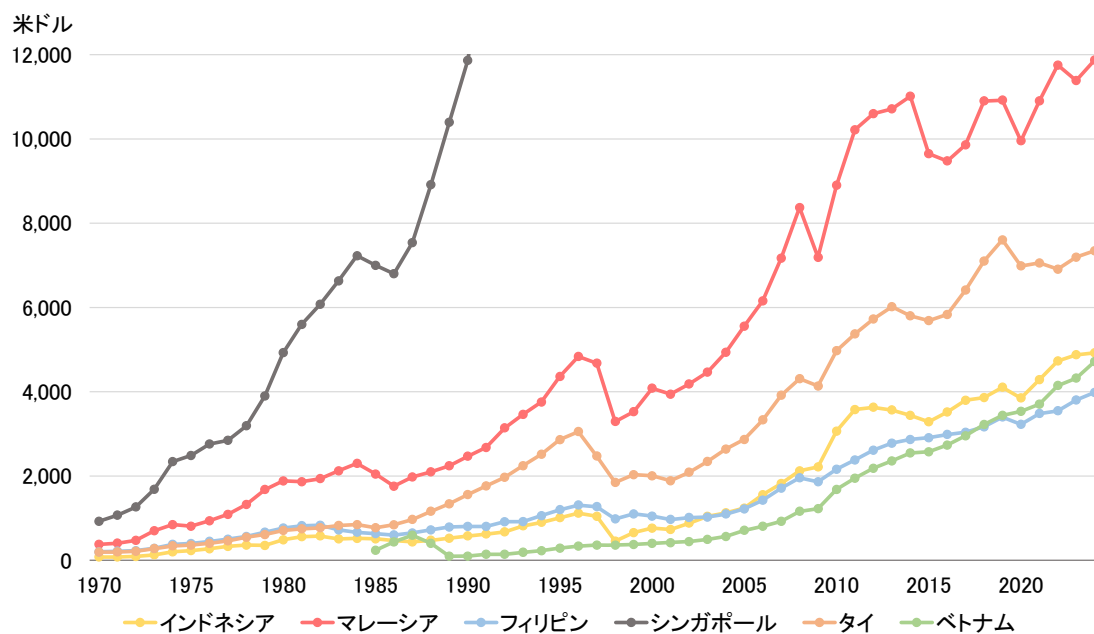
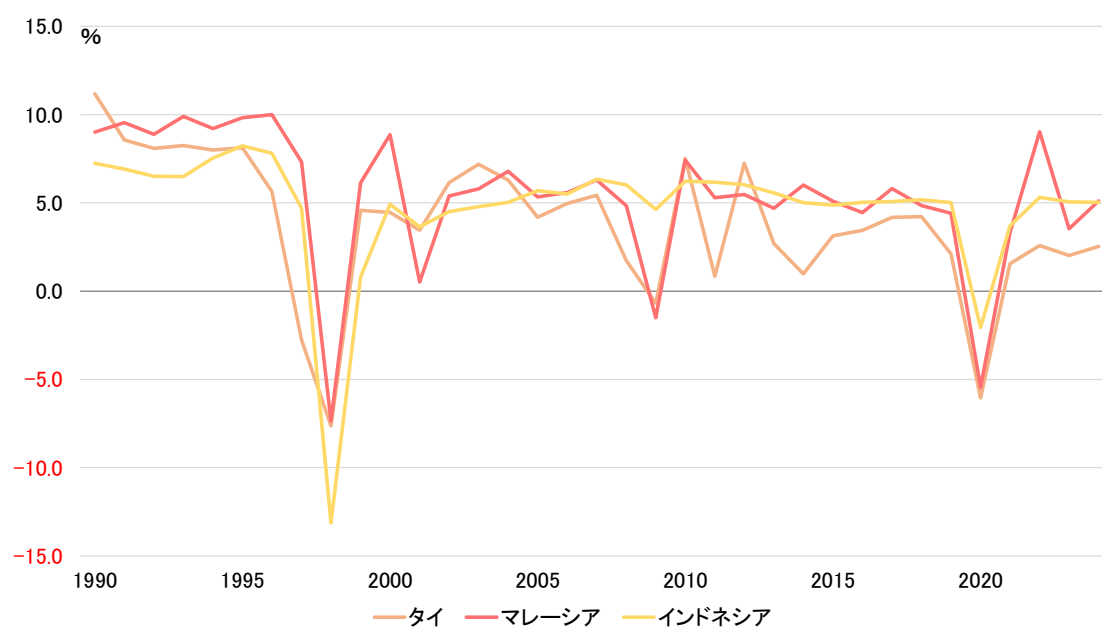


図1 1人あたりGDP（名目ベース）の趨勢

出所：World Development Indicators, World Bank

注：シンガポールの1人あたりGDPは、1990年で10,395ドル、2000年で21,797ドル、2010年で38,927ドル、2020年で65,952ドルである。

(1) タイ、マレーシア、インドネシア



(2) フィリピン、ベトナム、シンガポール

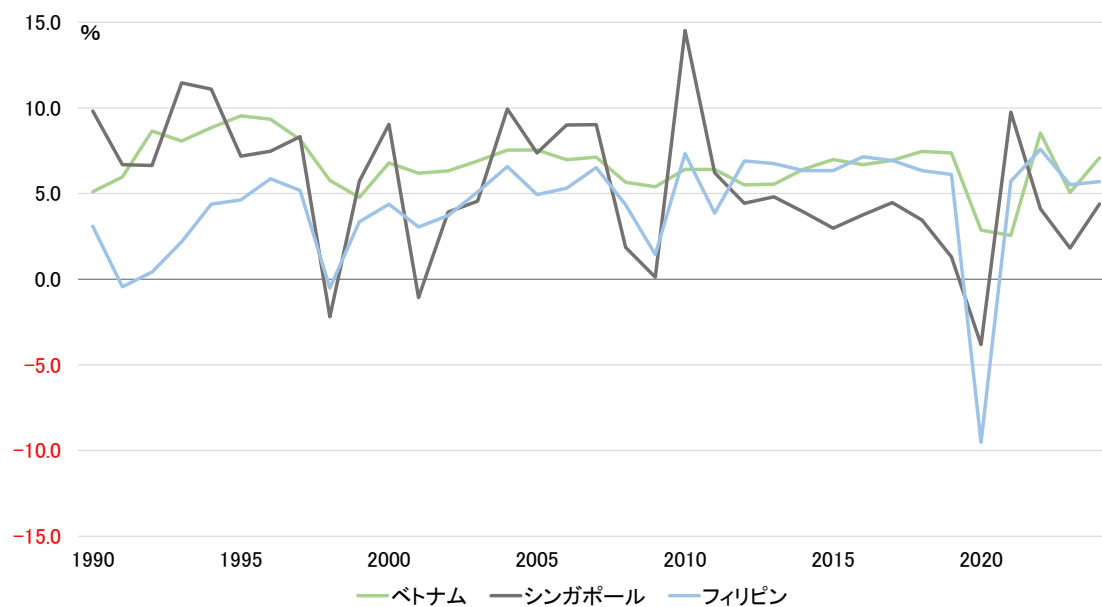


図 2 GDP 成長率の趨勢

出所：World Development Indicators, World Bank

(1) タイ、マレーシア、インドネシア

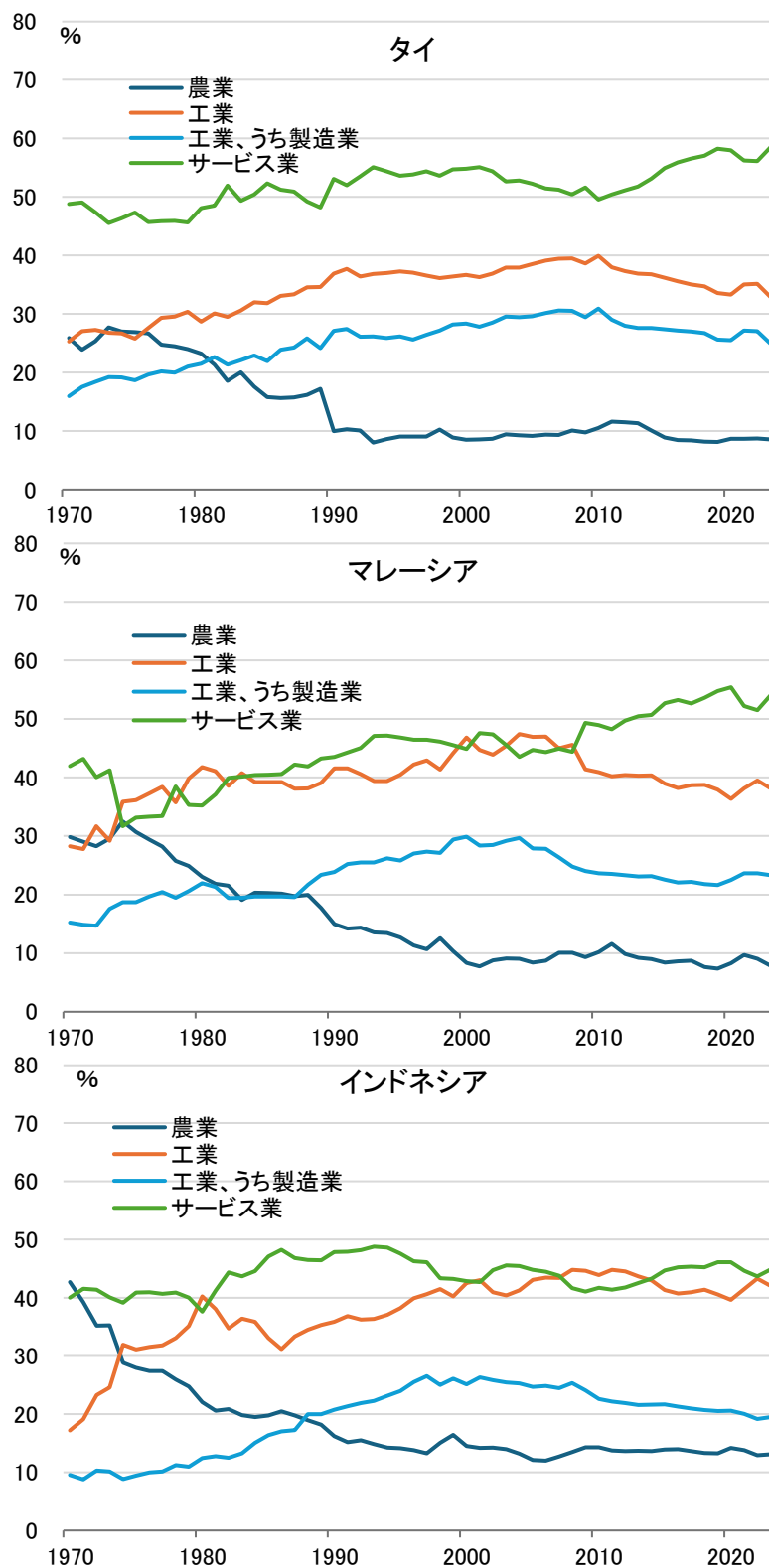


図 3-(1) 6 ヶ国の産業構造

出所：国連貿易開発会議 (UNCTAD)

(2) ベトナム、シンガポール、フィリピン

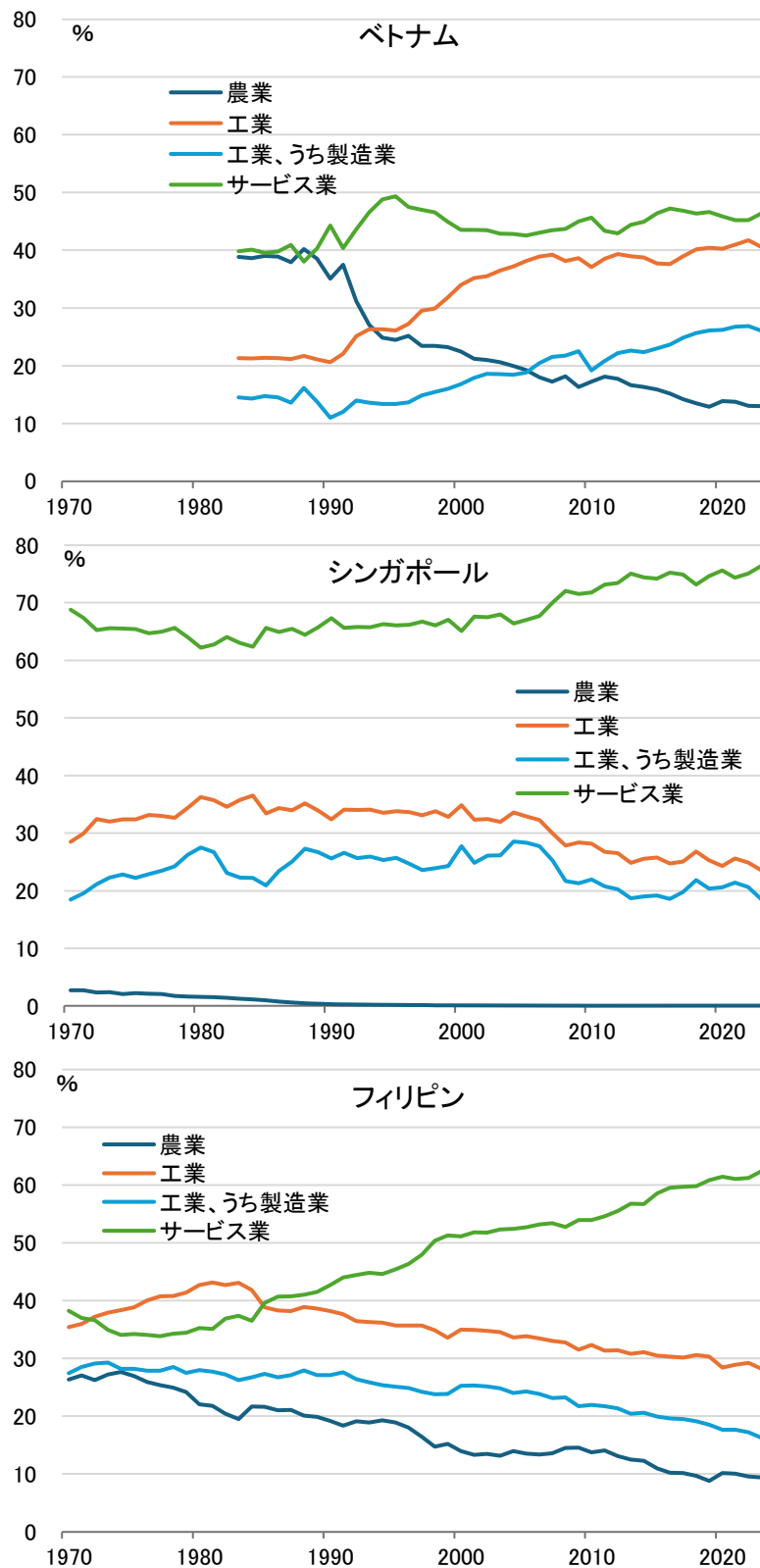


図 3-(2) 6ヶ国の産業構造

出所：国連貿易開発会議 (UNCTAD)

(1) マレーシア

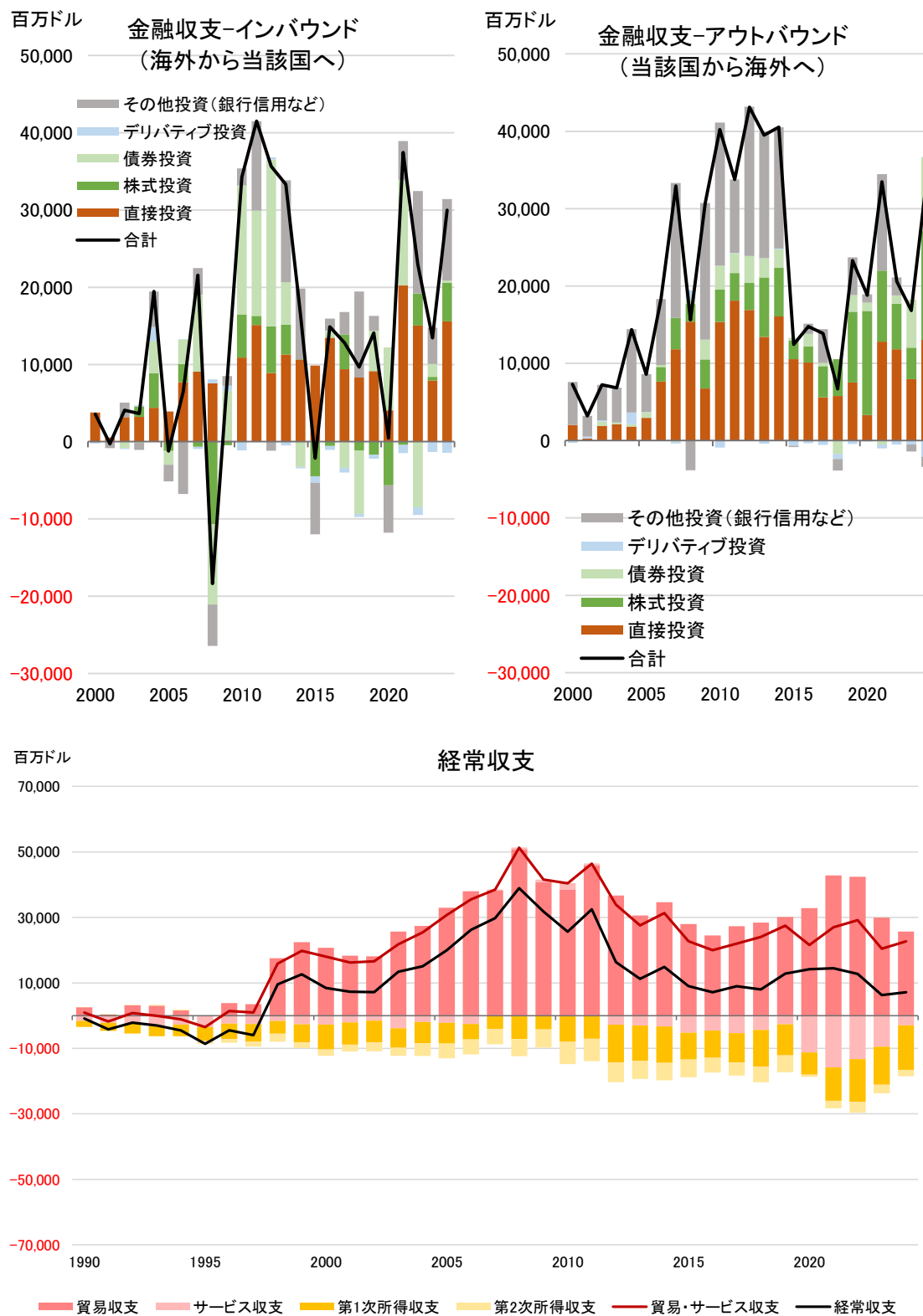


図 4-(1) 国際収支の趨勢 (グロスの金融収支 (上段) とネットの経常収支 (下段))

出所: *Balance of Payment Statistics*, IMF

(2) ベトナム

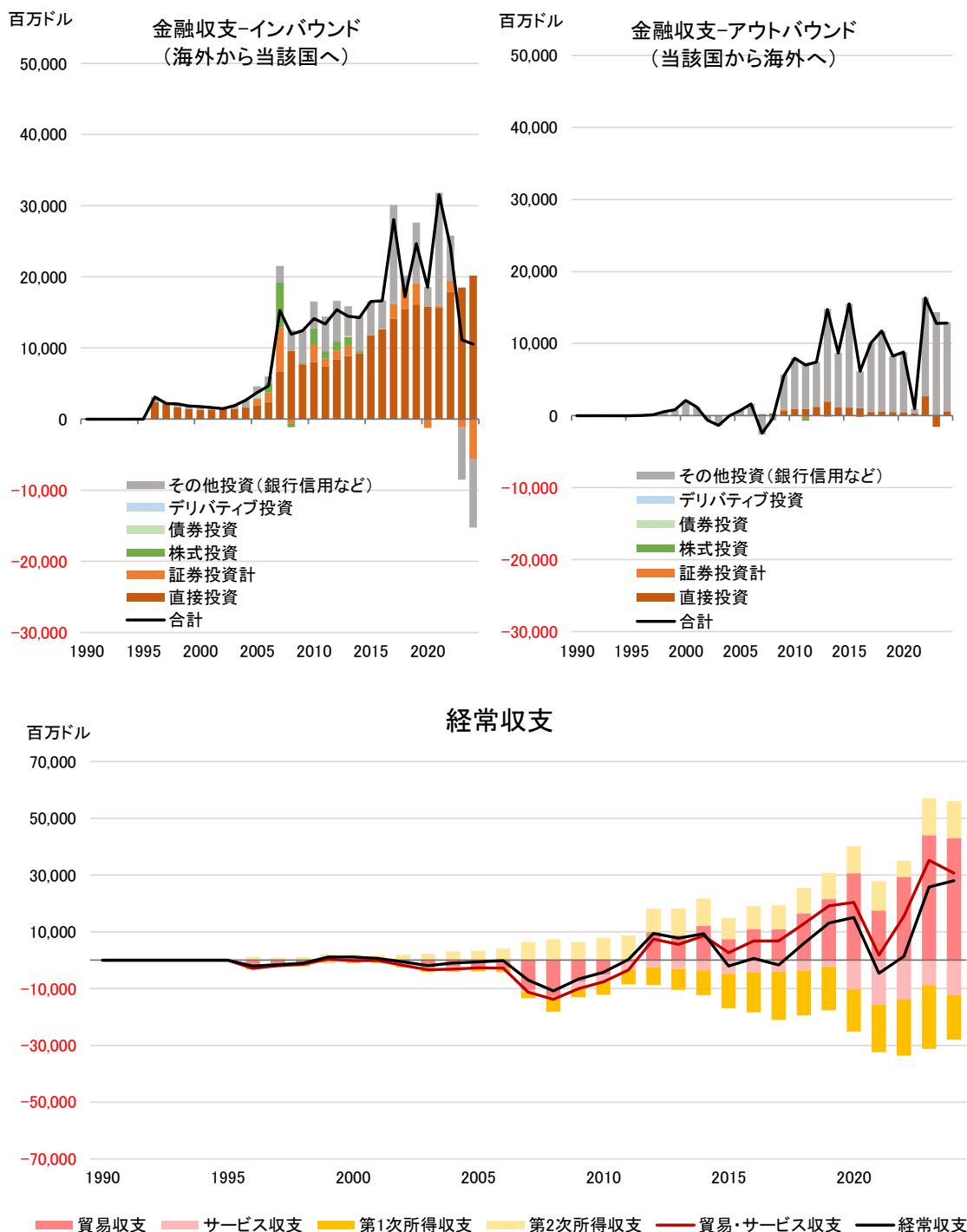


図 4-(2) 国際収支の趨勢 (グロスの金融収支 (上段) とネットの経常収支 (下段))

出所: *Balance of Payment Statistics*, IMF

(3) シンガポール

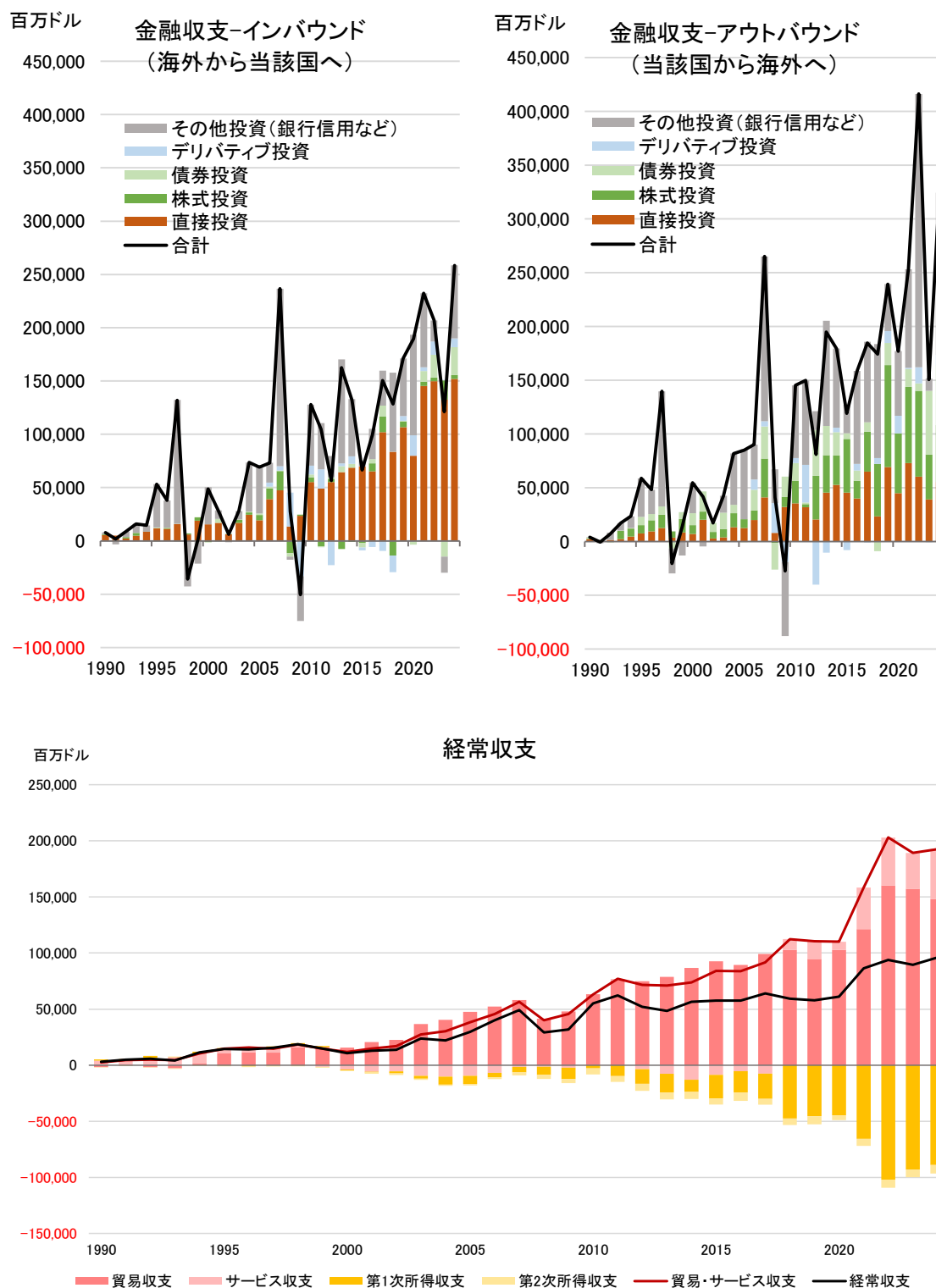
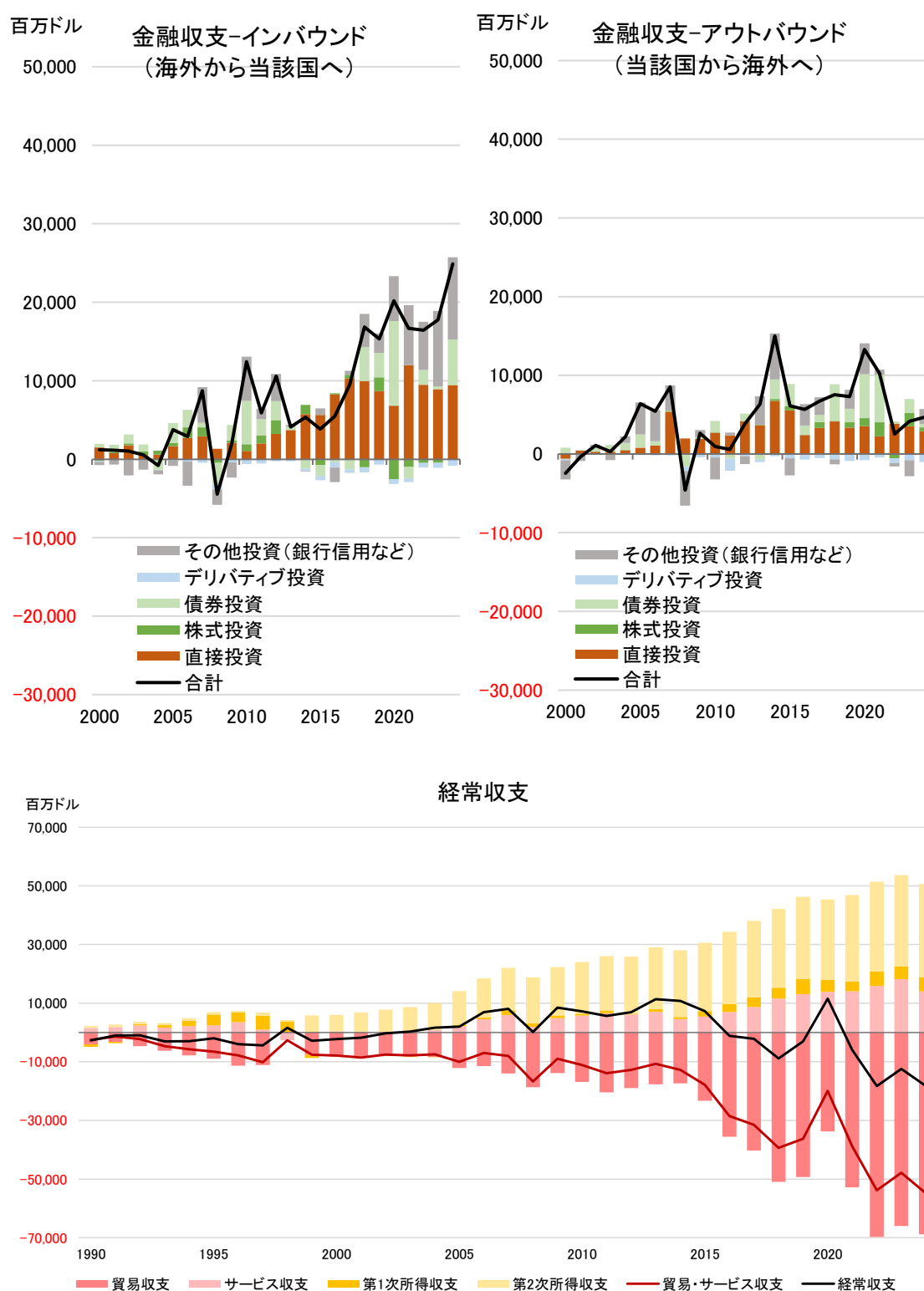


図 4-(3) 国際収支の趨勢 (グロスの金融収支 (上段) とネットの経常収支 (下段))

出所: *Balance of Payment Statistics*, IMF

(4) フィリピン



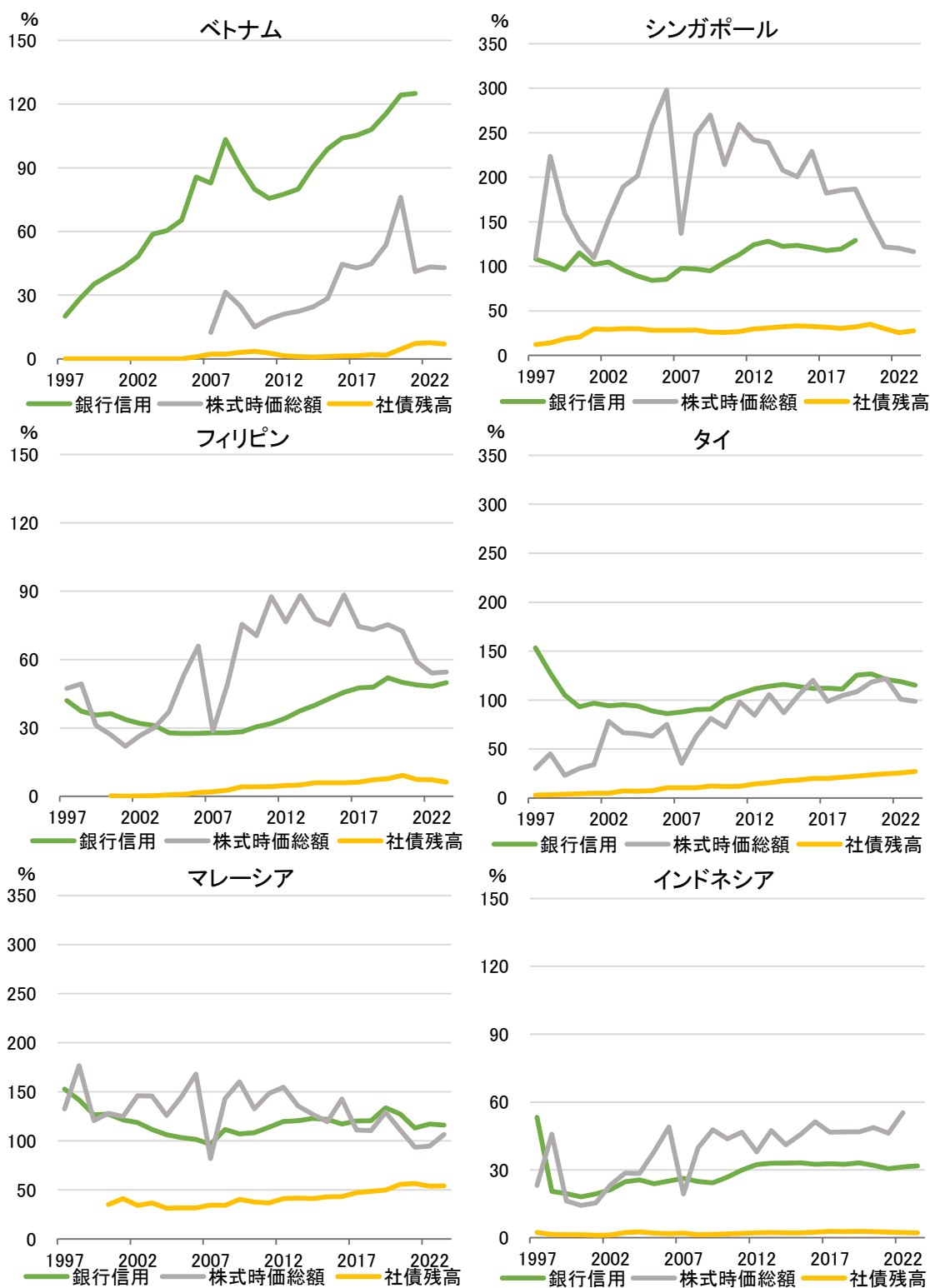
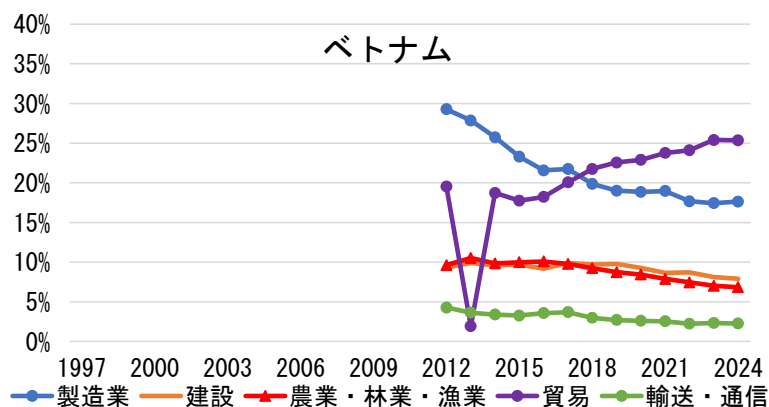


図5 銀行信用・社債残高・株式時価総額（対 GDP 比）の推移

出所：AsianBondsOnline, Asian Development Bank and World Development Indicator, World Bank

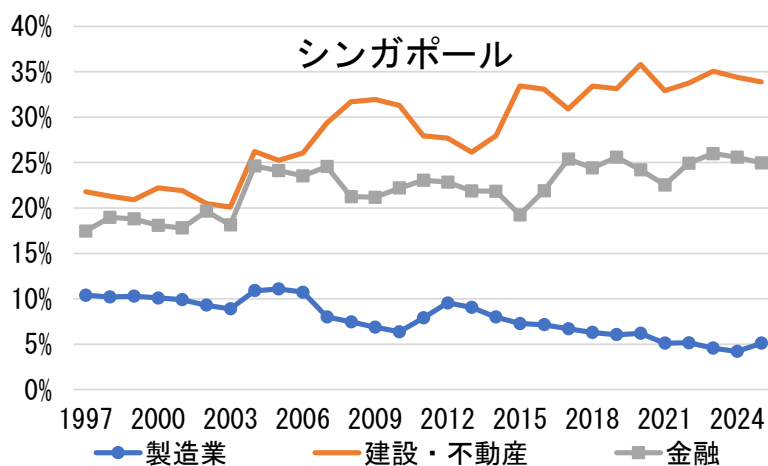
(1) ベトナム、シンガポール、フィリピン



出所：The State Bank of Viet Nam

注1：最新年は、2024 年 6 月の数値

注2：2013 年の「貿易」の元データが 1 桁ずれているとみられるが
そのまま計算した



出所：Monthly Statistical Bulletin database, Monetary Authority of Singapore

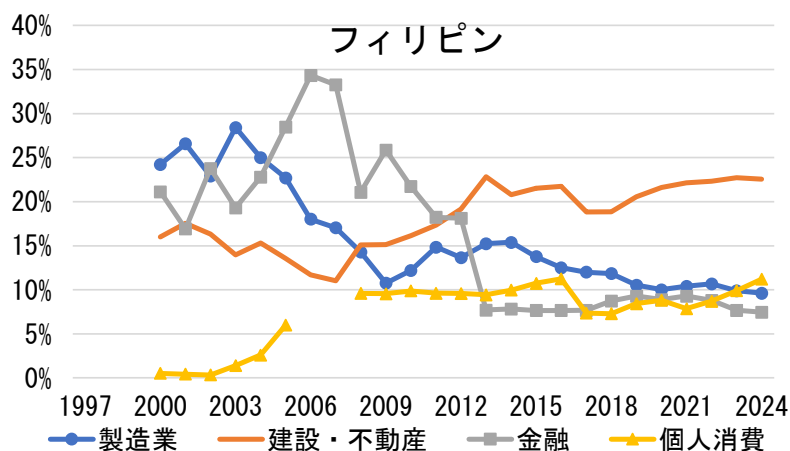
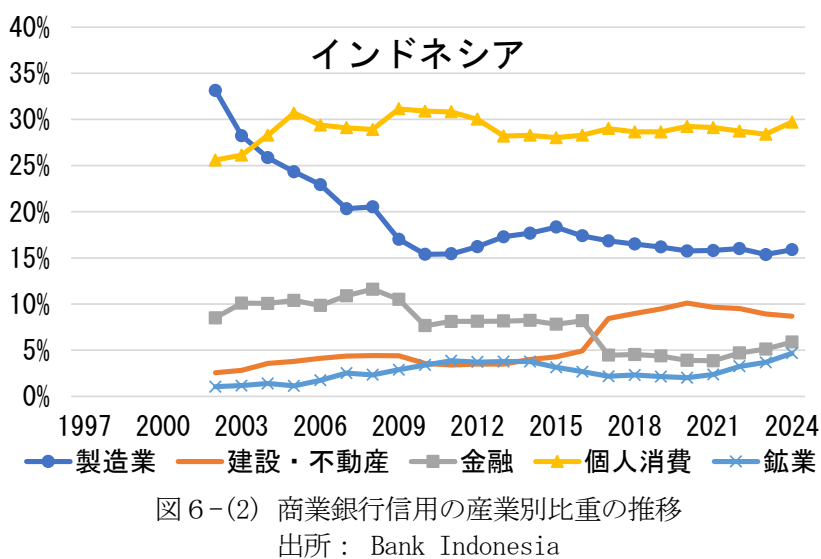
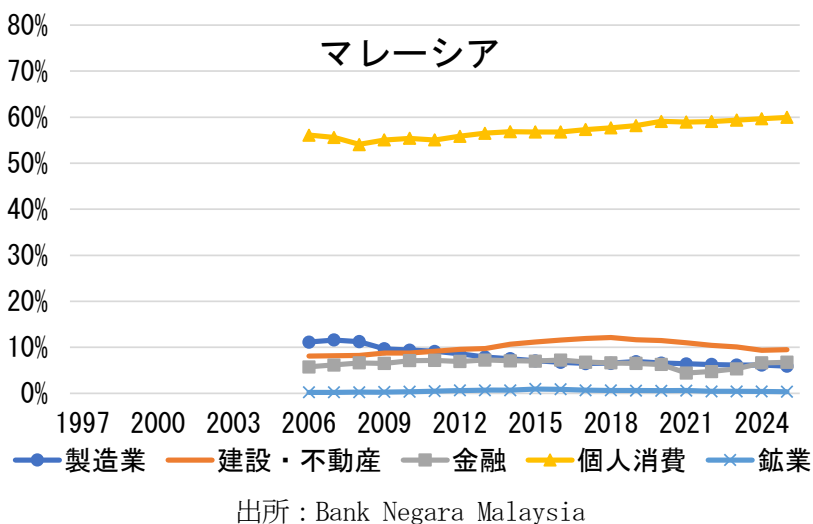
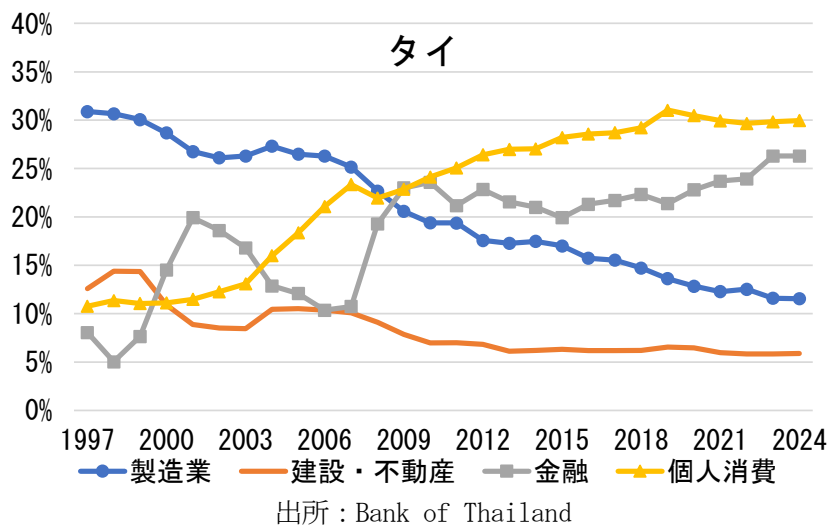


図 6-(1) 商業銀行信用の産業別比重の推移

出所：Supervisory Data Center, Supervision and Examination Sector,
Bangko Sentral Ng Pilipinas

(2) タイ、マレーシア、インドネシア



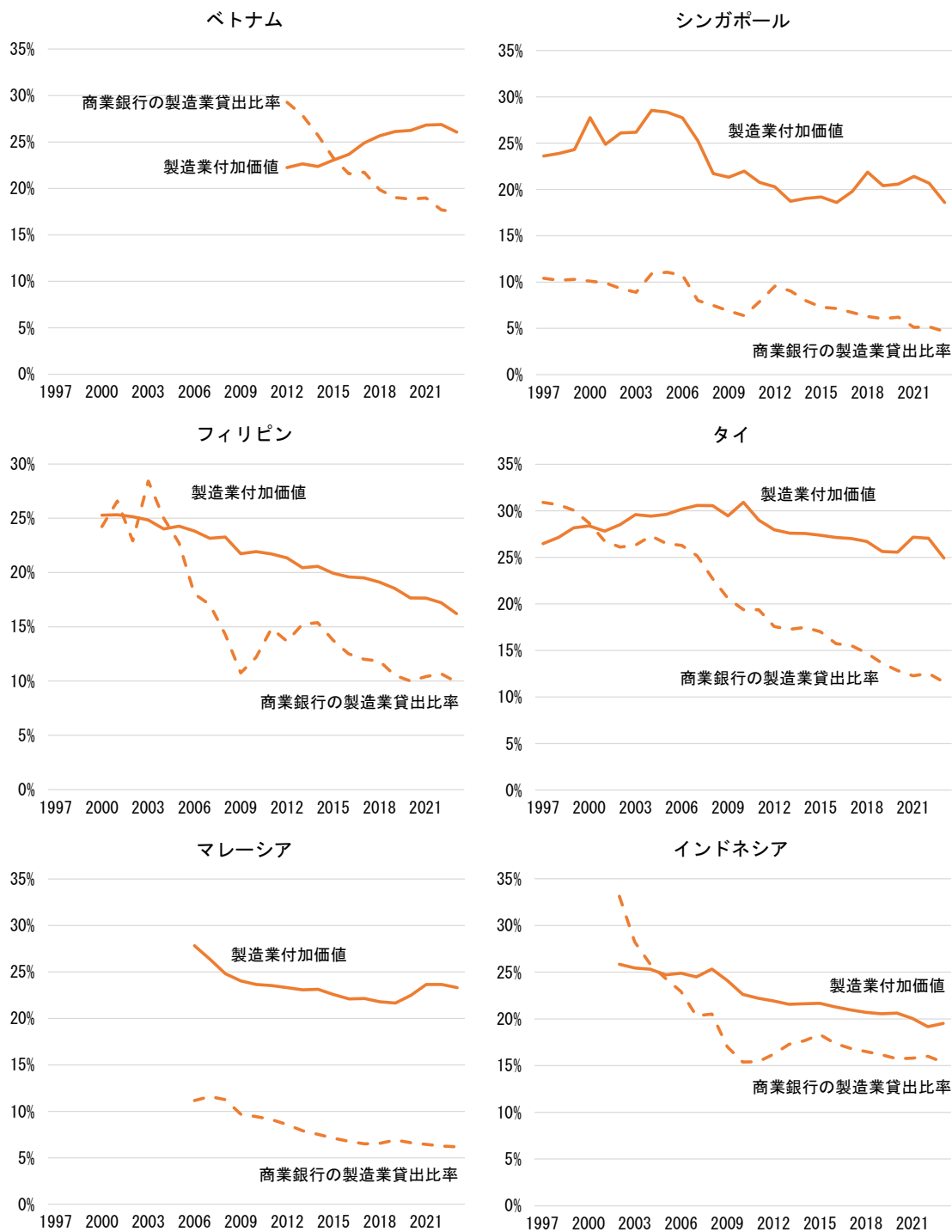


図 7 製造業の対 GDP 比重と商業銀行信用の製造業向けの比重の対比

出所：図 3 と図 6 と同じ

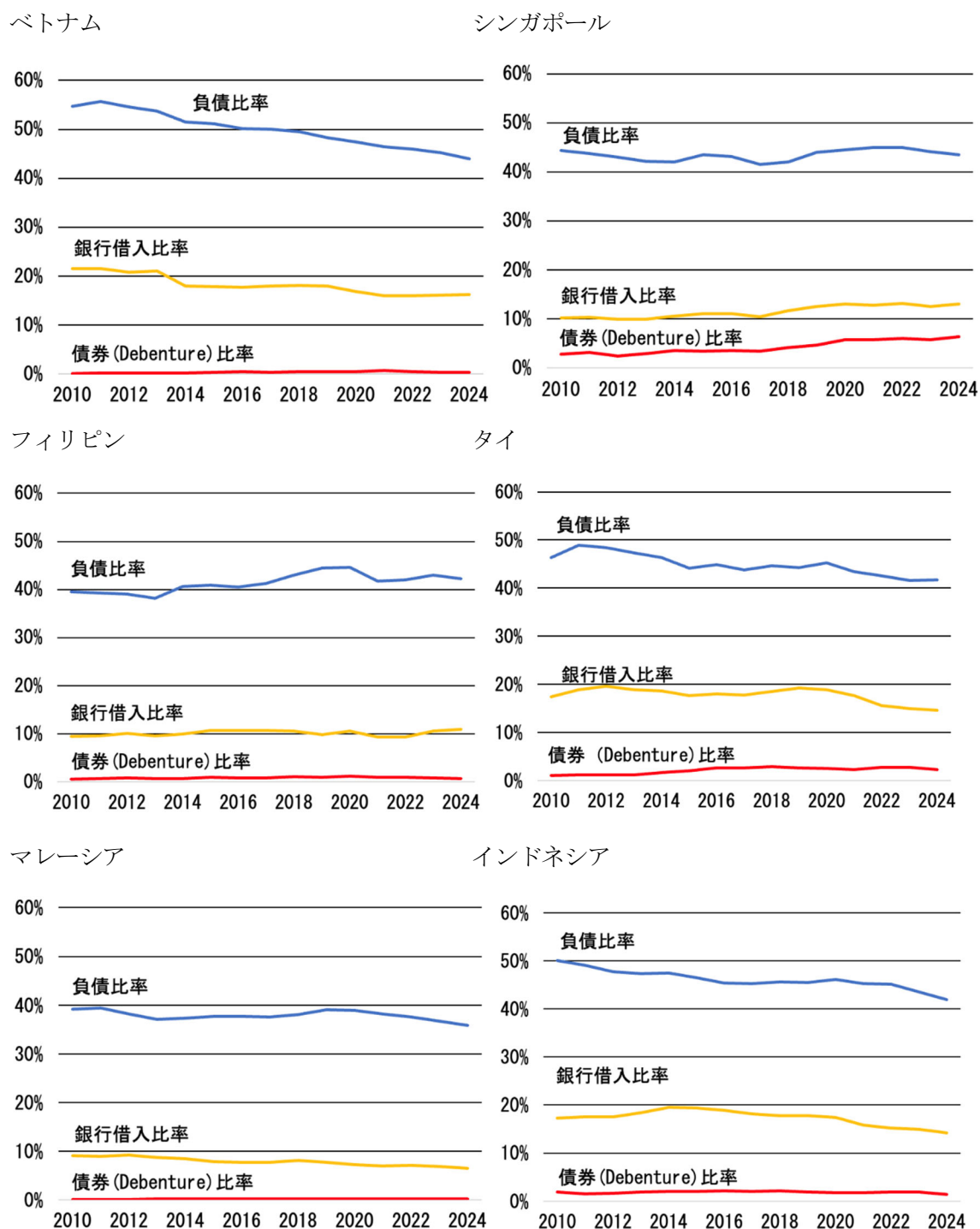


図8 2010年以降の負債比率の趨勢

出所：ORBIS データベース (Moody's 社)。それぞれの国について ORBIS 所収の非金融企業のうち 2010-2014 年の 15 カ年サンプルでデータ欠損が 3 年分以内の企業の年次平均を計算

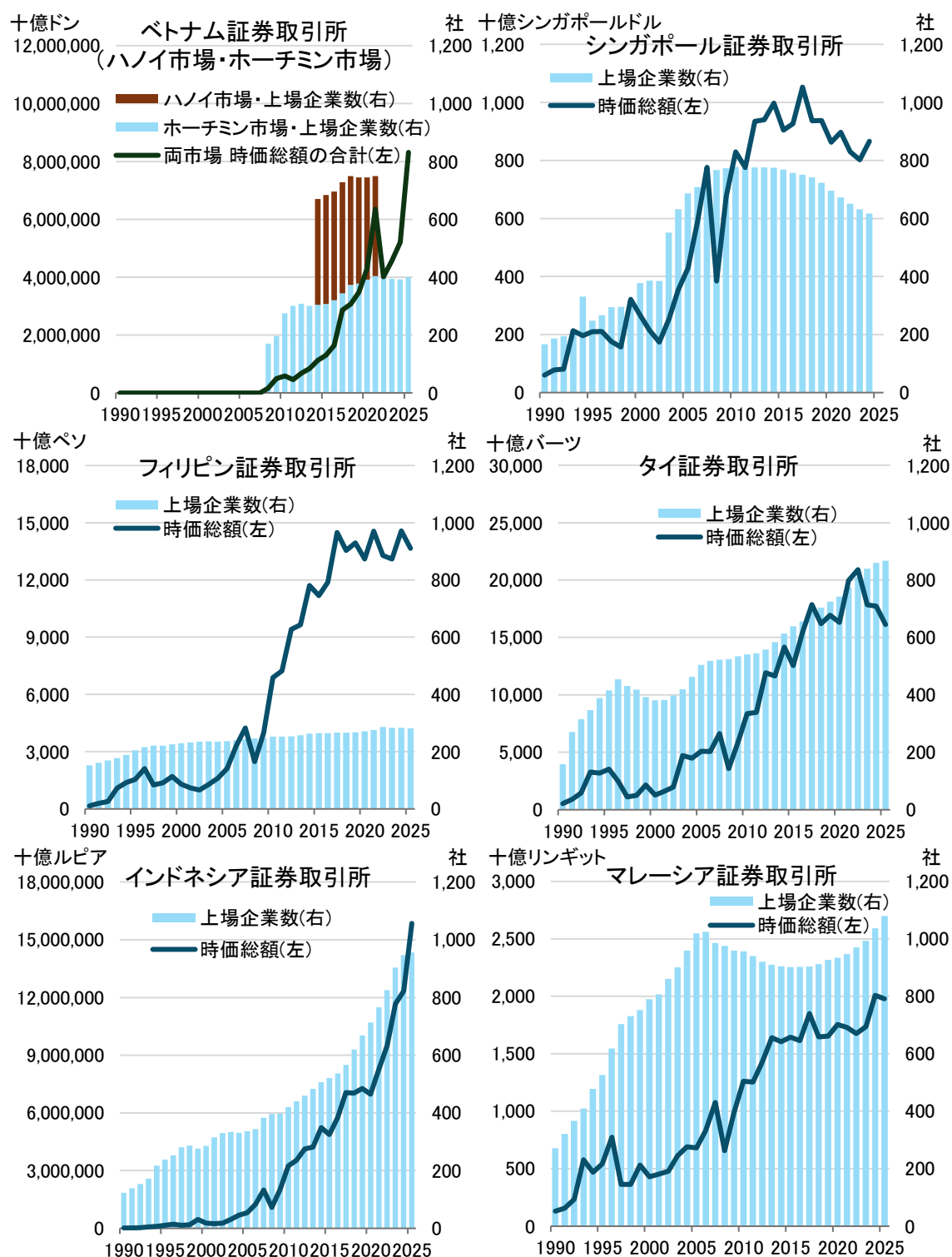


図 9 各国の株式市場の趨勢

出所：World Federation of Exchange

注：ベトナムのハノイ市場の上場企業数については 2014-24 年の数値のみ。

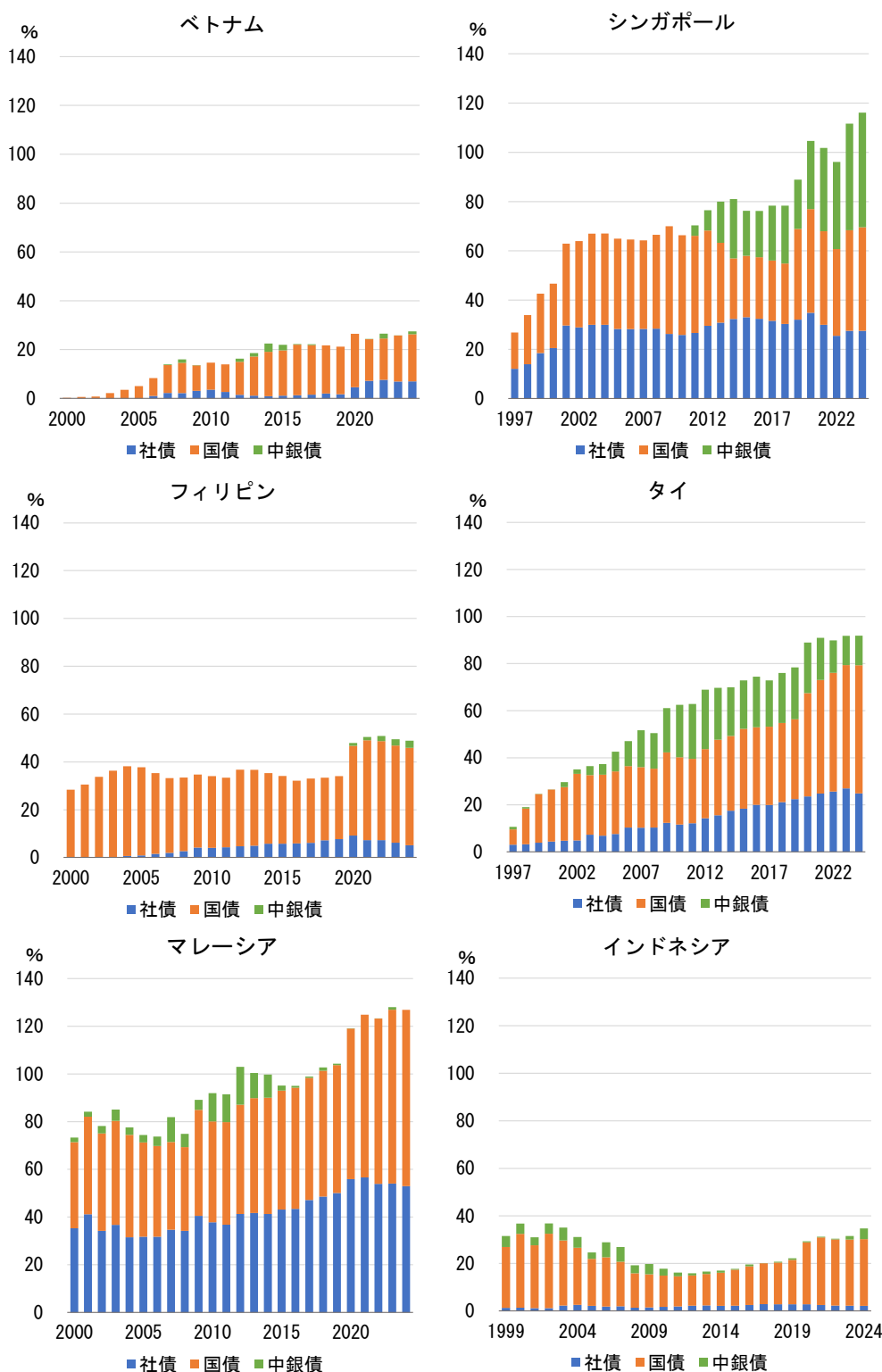


図 10 債券残高の趨勢 (対 GDP 比、現地通貨建て発行の社債)

出所：タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、シンガポールについては、*AsianBondsOnline*, Asian Development Bank。ベトナムについては、名目 GDP は CEIC データベース、為替レートは Bloomberg, LP。

注：ベトナムについては、国営企業発行の債券は国債に分類されている。

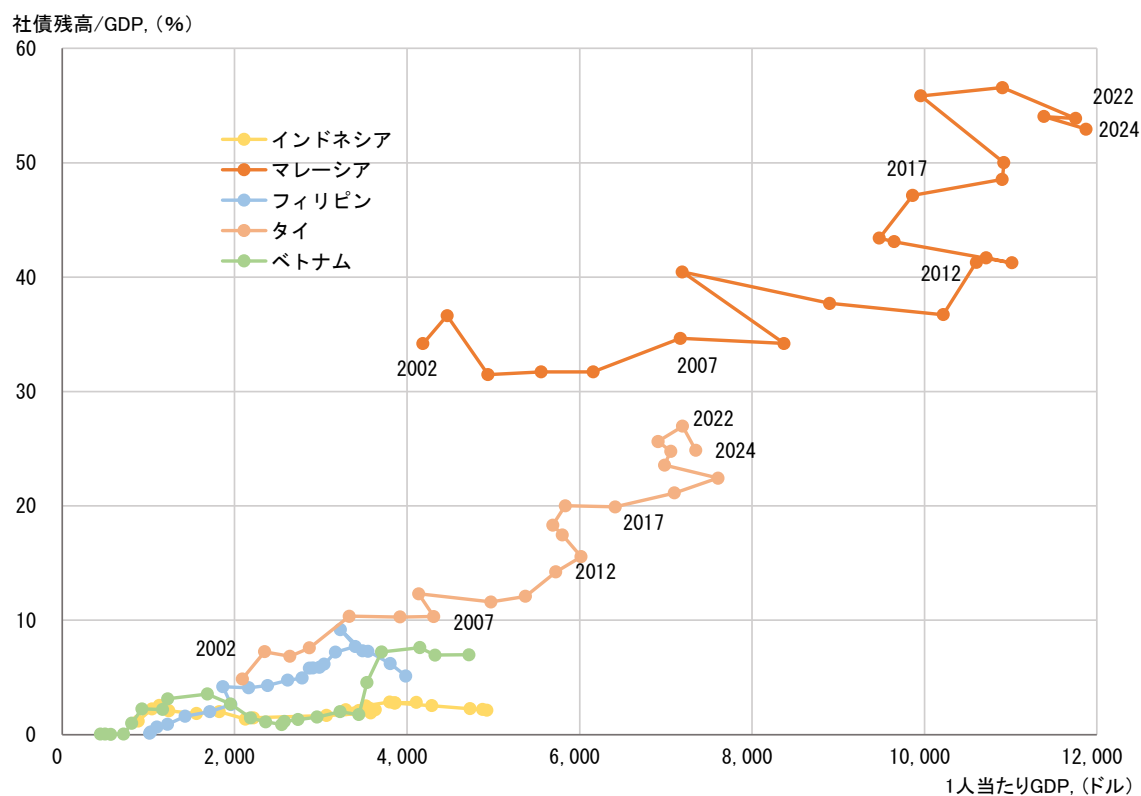


図 11 経済発展と債券市場の成長 (シンガポールを除く 5 ヶ国)

出所: *AsianBondsOnline*, Asian Development Bank and
World Development Indicator, World Bank

(1) タイ、マレーシア

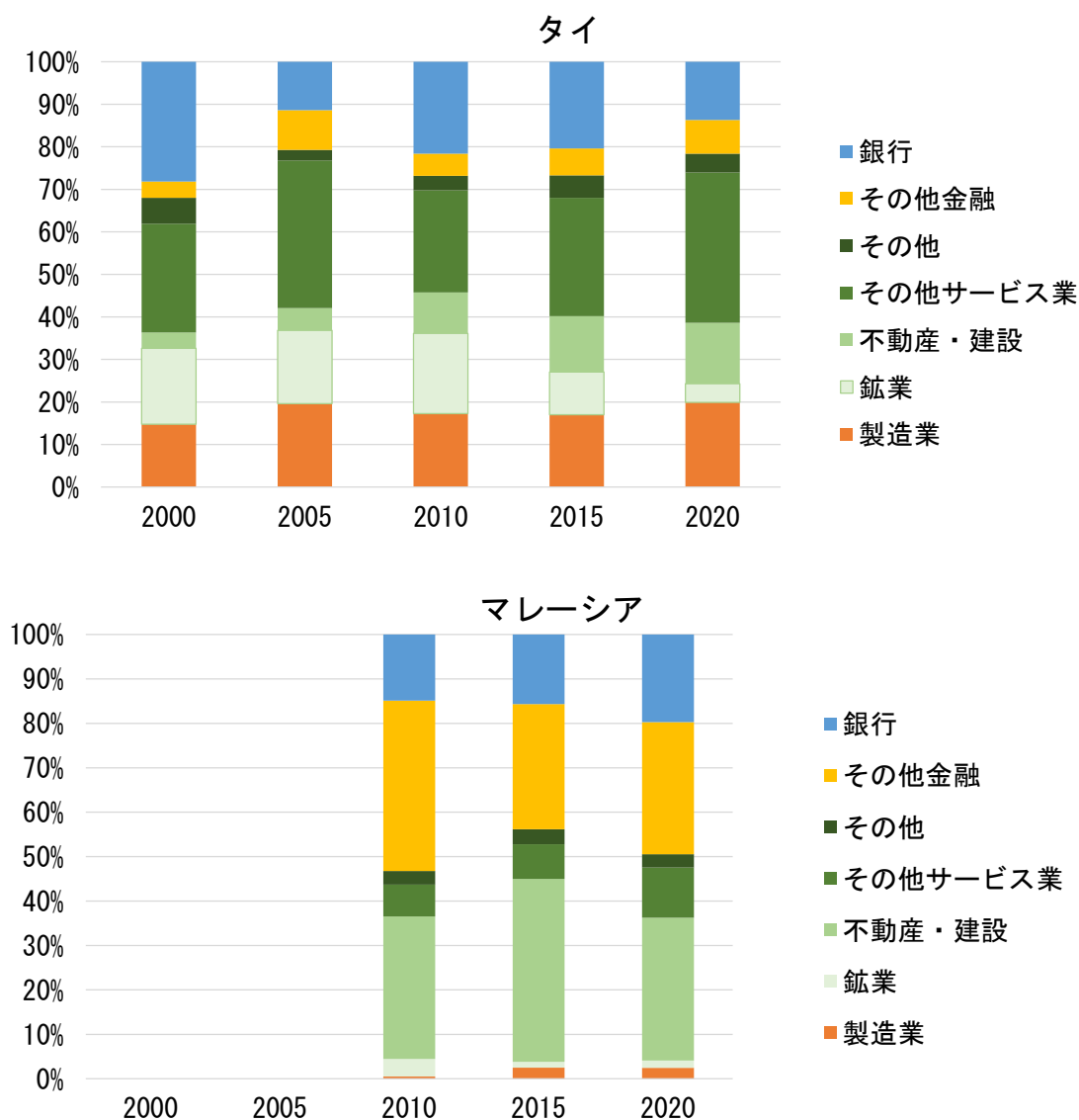


図 12-(1) 債券残高の業種別分類

出所：各国証券取引所、Thomson Reuters 社などのデータベースの債券発行情報から推計

(2) インドネシア、ベトナム

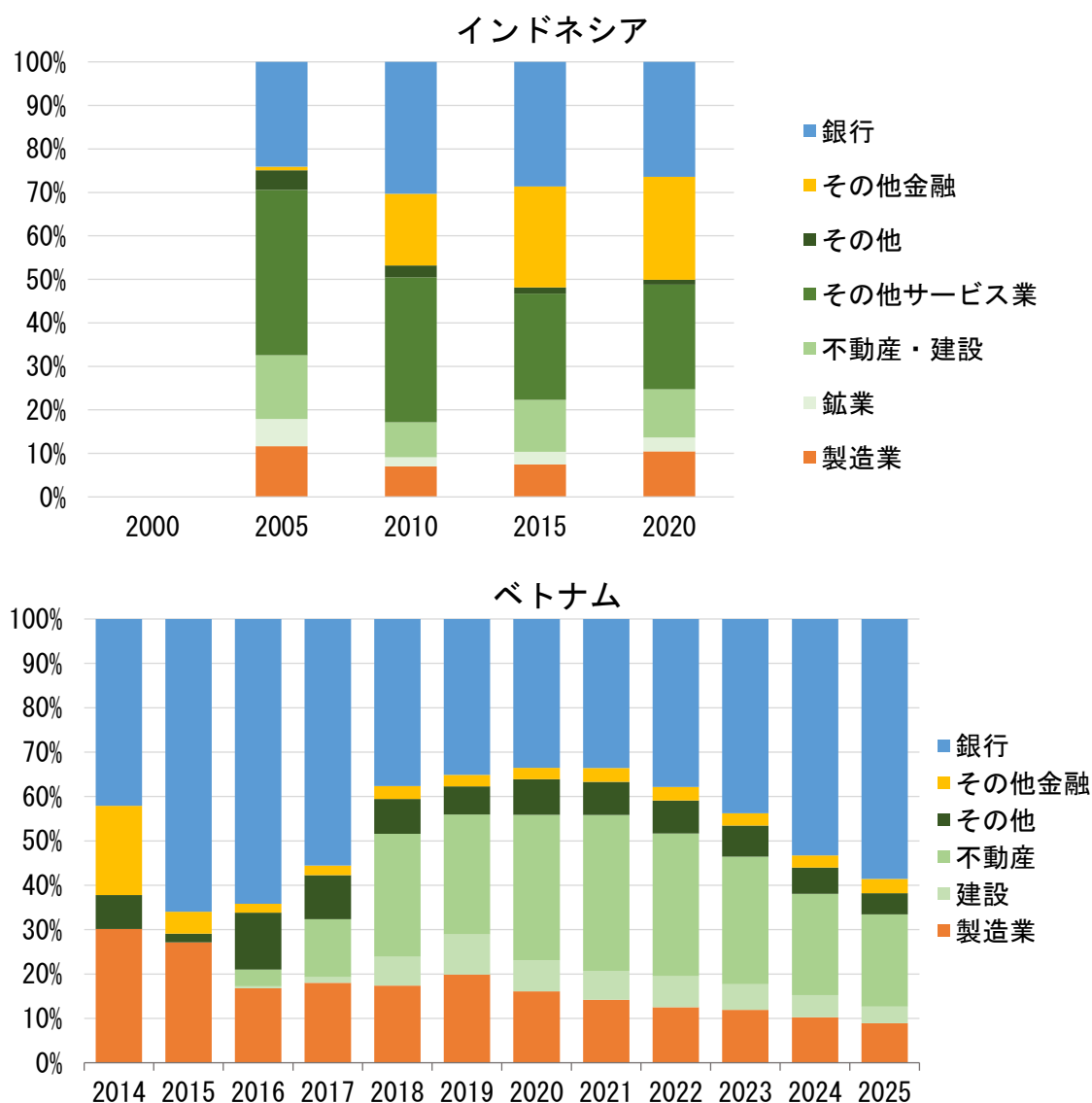


図 12-(2) 債券残高の業種別分類

出所：各国証券取引所、Thomson Reuters 社などのデータベースの債券発行情報から推計

表 1 推定結果 (負債比率)

	ベトナム		シンガポール		フィリピン	
総資産(対数値)	0.113*** (0.00615)	0.112*** -0.00623	0.0159 (0.00999)	0.0141 -0.0103	0.0307** (0.0125)	0.0295** -0.0125
内部留保	-0.764*** (0.00217)	-0.764*** (0.00217)	-0.0705*** (0.000963)	-0.0705*** -0.000965	-0.00922*** (0.00238)	-0.00922*** -0.000238
資本集約度	-0.0201 (0.0338)	-0.0116 (0.0344)	0.257*** (0.0712)	0.281*** (0.0733)	0.448*** (0.0826)	0.454*** (0.0841)
鉱業ダミー		0.0195 (0.0721)		-0.120 (0.116)		-0.183 (0.156)
製造業A(軽工業)ダミー		0.0249 (0.0415)		-0.0693 (0.0772)		-0.00194 (0.163)
製造業B(重工業)ダミー		-0.0122 (0.0339)		-0.0680 (0.0529)		-0.0398 (0.153)
建設・不動産産業ダミー		0.0611* (0.0369)		0.0459 (0.0736)		0.127 (0.125)
運輸・倉庫業ダミー		0.00847 (0.0468)		-0.0595 (0.0840)		-0.0213 (0.174)
通信・情報業ダミー		0.0342 (0.121)		-0.0456 (0.110)		0.820*** (0.222)
年トレンド	-0.0117*** (0.00112)	-0.0117*** (0.00112)	-0.00250 (0.00246)	-0.00266 (0.00247)	-0.00696*** (0.00248)	-0.00686*** (0.00248)
定数項	-0.490*** (0.0611)	-0.495*** (0.0626)	0.220* (0.119)	0.270** (0.123)	0.0725 (0.150)	0.0469 (0.160)
サンプル数	16,897	16,897	6,349	6,349	2,857	2,857
企業数	1,315	1,315	470	470	222	222

括弧内は標準偏差

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

表 2 推定結果 (銀行借入比率)

	ベトナム		シンガポール		フィリピン	
総資産(対数値)	0.0561*** (0.00235)	0.0556*** (0.00234)	0.0438*** (0.00577)	0.0445*** (0.00581)	0.0201*** (0.00624)	0.0217*** (0.00624)
内部留保	-0.393*** (0.00448)	-0.393*** (0.00447)	-0.0239*** (0.000675)	-0.0239*** (0.000675)	-0.0458*** (0.00849)	-0.0512*** (0.00864)
資本集約度	0.233*** (0.0112)	0.233*** (0.0113)	0.195*** (0.0274)	0.199*** (0.0275)	0.0844** (0.0347)	0.0824** (0.0371)
鉱業ダミー		0.0244 (0.0258)		-0.0754 (0.150)		-0.0503 (0.0613)
製造業A(軽工業)ダミー		0.0880*** (0.0152)		-0.103 (0.0981)		-0.0306 (0.0429)
製造業B(重工業)ダミー		0.0698*** (0.0122)		-0.0870 (0.0636)		-0.103** (0.0486)
建設・不動産産業ダミー		-0.0229* (0.0135)		-0.0202 (0.0817)		-0.0800** (0.0349)
運輸・倉庫業ダミー		-0.0209 (0.0175)		-0.158* (0.0939)		-0.000726 (0.0481)
通信・情報業ダミー		-0.00184 (0.0506)		-0.0738 (0.136)		-0.200*** (0.0632)
年トレンド	-0.00562*** (0.000360)	-0.00552*** (0.000360)	-0.000730 (0.000733)	-0.000781 (0.000733)	-0.00120 (0.00108)	-0.00130 (0.00108)
定数項	-0.343*** (0.0236)	-0.361*** (0.0238)	-0.365*** (0.0720)	-0.318*** (0.0785)	-0.0420 (0.0769)	-0.0169 (0.0770)
サンプル数	7,817	7,817	2,389	2,389	921	921
企業数	1,093	1,093	394	394	138	138

括弧内は標準偏差

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

表 3 推定結果 (社債比率)

	ベトナム		シンガポール		フィリピン	
総資産(対数値)	0.0511*** (0.00258)	0.0520*** (0.00266)	-0.00715** (0.00302)	-0.0103*** (0.00310)	-0.00117 (0.00344)	-0.00284 (0.00307)
内部留保	0.0798* (0.0421)	0.0693* (0.0418)	0.0142* (0.00724)	0.0161** (0.00698)	0.0572** (0.0287)	0.0781*** (0.0259)
負債比率	-0.00229 (0.0223)	0.00542 (0.0219)	0.244*** (0.0167)	0.248*** (0.0159)	0.0276 (0.0407)	0.124*** (0.0360)
資本集約度	-0.111*** (0.0190)	-0.113*** (0.0197)	0.00686 (0.0294)	0.0308 (0.0302)	0.0398* (0.0241)	0.163*** (0.0245)
鉱業ダミー		0.0388 (0.0289)		-0.0140 (0.0321)		0.0443** (0.0210)
製造業A(軽工業)ダミー		-0.0134 (0.0150)		-0.0281 (0.0230)		-0.0470*** (0.0132)
製造業B(重工業)ダミー		-0.00580 (0.0132)		-0.0549*** (0.0163)		-0.138*** (0.0246)
建設・不動産産業ダミー		-0.0179 (0.0114)		-0.0314 (0.0230)		0.0507*** (0.0107)
運輸・倉庫業ダミー		0.0224 (0.0175)		-0.0369 (0.0254)		-0.0919*** (0.0245)
通信・情報業ダミー		0.134*** (0.0240)		0.0896*** (0.0247)		-0.120*** (0.0255)
年トレンド	-0.000261 (0.00125)	-0.000625 (0.00124)	0.000971 (0.00155)	0.000693 (0.00151)	0.000516 (0.00123)	-0.00106 (0.00107)
定数項	-0.567*** (0.0314)	-0.574*** (0.0320)	0.0324 (0.0449)	0.0839* (0.0441)	0.0793* (0.0441)	0.0326 (0.0382)
サンプル数	1,472	1,472	268	268	262	262

括弧内は標準偏差

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

表 4 設備投資関数の推定結果の要約

	タイ	マレーシア	インドネシア	ベトナム	シンガポール	フィリピン
設備投資の伸び率の決定要因						
1 投資関数としての推計の妥当性	×	△	×	△	△×	△×
2 内部資金制約（内部留保）	あり(明瞭)	あり(曖昧)			あり(曖昧)	あり(曖昧)
3 企業規模	+	—		—	—	
4 資本集約度	+	+	+	+	+	
5 製造業	—	+	+	+	+	+
内部資金制約への影響						
6 総資産	より弱い	より強い				
7 資本集約度		より弱い				
8 製造業	—				より弱い	より弱い より強い
資金チャンネルのアクセスの影響						
9 銀行借入	+	+	+	+		+
10 債券	—	—		—		+

注：項目 1 の評価は以下の通り。

- 「○」 収益率、資本コストの両方で、安定して想定符号どおりの有意な結果がある
- 「△」 収益率、資本コストのどちらかで、安定して想定符号どおりの有意な結果がある
- 「×

表 5 設備投資関数の推定結果—各国別

(1) タイ

説明変数	(1) Model 1	(2) Model 2	(3) Model 2	(4) Model 2	(5) Model 2
総資産利益率	-0.0232 (0.0409)	-0.0889* (0.0532)	-0.0230 (0.0409)	-0.0873 (0.0533)	-0.0860 (0.0532)
資本コスト	0.000149 (0.000124)	0.000221 (0.000164)	0.000151 (0.000125)	0.000221 (0.000164)	0.000229 (0.000164)
内部留保	0.0318* (0.0184)	0.266** (0.129)	0.0491* (0.0281)	0.0906*** (0.0260)	0.0613*** (0.0225)
固定資産の一期ラグ	-0.566*** (0.00651)	-0.162*** (0.00567)	-0.565*** (0.00652)	-0.161*** (0.00565)	-0.162*** (0.00566)
総資産	0.00598* (0.00351)	0.0216*** (0.00422)			
資本集約度	2.788*** (0.0359)		2.793*** (0.0364)		
内部留保 x 総資産		-0.0197* (0.0115)			
内部留保 x 資本集約度			-0.0432 (0.0657)		
製造業ダミー				-0.0372** (0.0153)	
内部留保 x 製造業ダミー				-0.0900* (0.0469)	
銀行借入					0.223*** (0.0393)
債券					-0.205* (0.105)
定数項	-1.863*** (0.0445)	-0.498*** (0.0495)	-1.795*** (0.0212)	-0.236*** (0.0129)	-0.290*** (0.0138)
サンプル数	9,016	9,016	9,016	9,016	9,016
企業数	699	699	699	699	699

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

注: 総資産と固定資産は対数値

(2) マレーシア

説明変数	(1) Model 1	(2) Model 2	(3) Model 2	(4) Model 2	(5) Model 2
総資産利益率	0.0600* (0.0340)	-0.180*** (0.0464)	0.0697** (0.0340)	-0.187*** (0.0462)	-0.168*** (0.0465)
資本コスト	-0.00271*** (0.000420)	-0.00417*** (0.000588)	-0.00271*** (0.000420)	-0.00426*** (0.000586)	-0.00414*** (0.000588)
内部留保	0.116*** (0.0159)	-0.457*** (0.111)	0.139*** (0.0221)	0.0407 (0.0256)	0.0723*** (0.0197)
固定資産の一期ラグ	-0.650*** (0.00545)	-0.256*** (0.00552)	-0.651*** (0.00546)	-0.266*** (0.00558)	-0.260*** (0.00555)
総資産	-0.0271*** (0.00428)	-0.0204*** (0.00511)			
資本集約度	3.361*** (0.0355)		3.370*** (0.0356)		
内部留保 x 総資産		0.0532*** (0.0108)			
内部留保 x 資本集約度			-0.173*** (0.0604)		
製造業ダミー				0.153*** (0.0171)	
内部留保 x 製造業ダミー				0.0428 (0.0366)	
銀行借入					0.363*** (0.0705)
債券					-0.505* (0.275)
定数項	-1.800*** (0.0513)	-0.215*** (0.0578)	-2.108*** (0.0194)	-0.511*** (0.0154)	-0.465*** (0.0146)
サンプル数	11,254	11,254	11,254	11,254	11,254
企業数	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

注: 総資産と固定資産は対数値

(3) インドネシア

説明変数	(1) Model 1	(2) Model 2	(3) Model 2	(4) Model 2	(5) Model 2
総資産利益率	0.00341 (0.00490)	0.00430 (0.00689)	0.00319 (0.00487)	0.00440 (0.00684)	0.00394 (0.00681)
資本コスト	-0.000974 (0.00127)	-0.00246 (0.00178)	-0.000822 (0.00127)	-0.00256 (0.00177)	-0.00177 (0.00176)
内部留保	-0.00899 (0.0135)	-0.235** (0.107)	-0.120*** (0.0246)	-0.0306 (0.0188)	-0.0527*** (0.0167)
固定資産の一期ラグ	-0.711*** (0.00653)	-0.387*** (0.00745)	-0.716*** (0.00652)	-0.398*** (0.00747)	-0.403*** (0.00746)
総資産	-0.00395 (0.00616)	0.00206 (0.00729)			
資本集約度	3.391*** (0.0441)		3.403*** (0.0440)		
内部留保 x 総資産		0.0167* (0.00992)			
内部留保 x 資本集約度			0.293*** (0.0556)		
製造業ダミー				0.244*** (0.0323)	
内部留保 x 製造業ダミー				-0.135*** (0.0410)	
銀行借入					0.615*** (0.0594)
債券					-0.0231 (0.175)
定数項	-2.301*** (0.0747)	-0.624*** (0.0857)	-2.355*** (0.0266)	-0.691*** (0.0223)	-0.719*** (0.0220)
サンプル数	7,628	7,628	7,628	7,628	7,628
企業数	830	830	830	830	830

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

注: 総資産と固定資産は対数値

(4) ベトナム

説明変数	(1) Model 1	(2) Model 2	(3) Model 2	(4) Model 2	(5) Model 2
総資産利益率	0.302*** (0.0489)	-0.342*** (0.0727)	0.261*** (0.0497)	-0.359*** (0.0707)	-0.240*** (0.0700)
資本コスト	0.00159 (0.00125)	-0.00284 (0.00181)	0.00130 (0.00125)	-0.00302* (0.00181)	-0.00312* (0.00181)
内部留保	-0.0156*** (0.00567)	-0.0509 (0.0385)	-0.0612*** (0.0108)	0.00555 (0.0193)	-0.0172** (0.00809)
固定資産の一期ラグ	-0.789*** (0.00541)	-0.514*** (0.00681)	-0.789*** (0.00542)	-0.515*** (0.00681)	-0.522*** (0.00682)
総資産	-0.0388*** (0.00560)	-0.0246*** (0.00742)			
資本集約度	3.308*** (0.0339)		3.306*** (0.0339)		
内部留保 x 総資産		0.00447 (0.00602)			
内部留保 x 資本集約度			0.119*** (0.0278)		
製造業ダミー				0.100*** (0.0290)	
内部留保 x 製造業ダミー				-0.0383* (0.0210)	
銀行借入					0.237*** (0.0300)
債券					-1.031*** (0.200)
定数項	-1.938*** (0.0602)	-0.519*** (0.0777)	-2.328*** (0.0207)	-0.804*** (0.0206)	-0.830*** (0.0194)
サンプル数	9,708	9,708	9,708	9,708	9,708
企業数	1,159	1,159	1,159	1,159	1,159

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

注: 総資産と固定資産は対数値

(5) シンガポール

説明変数	(1) Model 1	(2) Model 2	(3) Model 2	(4) Model 2	(5) Model 2
総資産利益率	0.0484** (0.0214)	0.0118 (0.0283)	0.0335 (0.0215)	0.00697 (0.0282)	0.363 (0.418)
資本コスト	0.0457*** (0.00827)	0.0460*** (0.0109)	0.0439*** (0.00827)	0.0451*** (0.0109)	-3.834** (1.801)
内部留保	0.000926 (0.00246)	-0.00313 (0.0123)	0.0114*** (0.00416)	-0.00134 (0.00325)	-0.0536 (0.110)
固定資産の一期ラグ	-0.637*** (0.00893)	-0.317*** (0.00937)	-0.634*** (0.00896)	-0.320*** (0.00937)	-0.234*** (0.0392)
総資産	-0.0301*** (0.00835)	-0.0162* (0.00947)			
資本集約度	3.730*** (0.0682)		3.673*** (0.0696)		
内部留保 x 総資産		0.000618 (0.00189)			
内部留保 x 資本集約度			-0.0430*** (0.0117)		
製造業ダミー				0.206*** (0.0355)	
内部留保 x 製造業ダミー				0.00674 (0.00868)	
銀行借入					0.494 (0.654)
債券					-0.739 (1.275)
定数項	-1.841*** (0.104)	-0.375*** (0.116)	-2.176*** (0.0357)	-0.655*** (0.0296)	-0.723*** (0.262)
サンプル数	4,579	4,579	4,579	4,579	168
企業数	434	434	434	434	53

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

注: 総資産と固定資産は対数値

(6) フィリピン

説明変数	(1) Model 1	(2) Model 2	(3) Model 2	(4) Model 2	(5) Model 2
総資産利益率	-0.0391 (0.117)	-0.245 (0.151)	-0.0386 (0.117)	-0.297** (0.148)	-0.00549 (1.465)
資本コスト	0.00303 (0.0158)	-0.000989 (0.0199)	0.00186 (0.0159)	-0.000215 (0.0197)	-4.501* (2.457)
内部留保	0.0443 (0.0323)	0.712** (0.336)	0.0369 (0.0363)	0.0199 (0.0475)	0.320 (0.385)
固定資産の一期ラグ	-0.685*** (0.0132)	-0.521*** (0.0154)	-0.685*** (0.0132)	-0.529*** (0.0155)	-0.0840*** (0.0316)
総資産	0.0169 (0.0175)	0.0387 (0.0241)			
資本集約度	4.243*** (0.128)		4.249*** (0.128)		
内部留保 x 総資産		-0.0684** (0.0343)			
内部留保 x 資本集約度			0.0661 (0.0809)		
製造業ダミー				0.521*** (0.145)	
内部留保 x 製造業ダミー				0.184* (0.101)	
銀行借入					1.384*** (0.474)
債券					2.057*** (0.785)
定数項	-2.789*** (0.234)	-1.480*** (0.314)	-2.574*** (0.0687)	-1.162*** (0.0788)	-0.983*** (0.279)
サンプル数	1,686	1,686	1,686	1,686	150
企業数	173	173	173	173	26

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

注: 総資産と固定資産は対数値

表 6 観察のまとめ

		ベトナム	シンガポール	フィリピン
国際収支	1. 国際収支 ・対外投資拡大 ・一次所得収支赤字	同じ構造		独特の構造
国内金融システム	2. 銀行信用の停滞	同じ構造(より停滞)	同じ構造	
	3. 銀行信用の製造業後退	同じ構造		
	4. 株式市場の成長	拡大	成熟 (マレーシアに類似)	やや拡大
	5. 社債市場の成長	限定的	成熟 (マレーシアに類似)	限定的
	6. 社債の発行体 ・主に金融、建設	同じ構造	<情報とれず>	<情報とれず>
	企業の資金調達	7. 負債水準の低さ	低い (タイ、マレーシアに類似)	極めて低い (マレーシアに類似)
	8. 負債比率の低下トレンド	観察される	観察されない	
	9. 負債の決定要因 ・内部留保と代替的 ・資本集約度と正に相関	同じ構造		
	10. 債券発行動機	長期資金への需要という点では同じ構造、他は国ごとに違う		
企業の設備投資	11. 投資と内部資金制約	なし	曖昧ながらあり	曖昧ながらあり
	12. 投資の銀行借入効果	同じ構造(あり)	なし	同じ構造(あり)
	13. 資本集約度と投資水準	同じ構造(相対的に高い投資率)		なし
	14. 製造業と投資水準	同じ構造(相対的に高い投資率)		

付表 1 推定結果（負債比率）ータイ、マレーシア、インドネシア

負債比率

	Random Effect Model					
	タイ		マレーシア		インドネシア	
	1	2	3	4	5	6
総資産(対数値)	0.026*** (13.170)	0.026*** (13.040)	0.031*** (16.940)	0.03*** (16.150)	-0.004* (-1.770)	-0.005** (-2.060)
内部留保	-0.093*** (-23.210)	-0.093*** (-23.210)	-0.054*** (-18.910)	-0.054*** (-18.680)	-0.022*** (-7.130)	-0.022*** (-7.130)
資本集約度	0.163*** (14.050)	0.163*** (14.020)	0.126*** (13.210)	0.133*** (13.790)	0.118*** (9.550)	0.12*** (9.450)
鉱業ダミー		0.068 (1.490)		0.062* (1.740)		0.045* (1.800)
製造業A(軽工業)ダミー		0.014 (0.690)		-0.03* (-1.850)		0.049** (2.370)
製造業B(重工業)ダミー		0.017 (1.070)		-0.012 (-0.970)		0.014 (0.750)
建設・不動産業ダミー		-0.001 (-0.060)		0.082*** (5.060)		0.015 (0.710)
運輸・倉庫業ダミー		0.042 (1.510)		0.035 (1.480)		-0.024 (-1.150)
通信・情報業ダミー		0.026 (0.740)		0.000 (0.020)		0.036 (1.230)
年トレンド	-0.008*** (-21.930)	-0.008*** (-21.870)	-0.003*** (-13.730)	-0.003*** (-13.550)	-0.007*** (-16.850)	-0.007*** (-16.730)
定数項	0.173*** (7.770)	0.164*** (6.990)	0.044** (2.140)	0.051** (2.330)	0.536*** (21.590)	0.529*** (20.370)
Number of observation	9969	9969	12647	12647	8451	8451
Number of groups	699	699	1009	1009	840	840
Wald chi2	1123.59	1128.57	849.84	899.38	452.34	465.34
R-sq: within	0.1065	0.1065	0.0662	0.0662	0.0537	0.0540
between	0.0541	0.0605	0.0492	0.0814	0.0267	0.0370
overall	0.0719	0.0760	0.0846	0.1048	0.0354	0.0412
sigma_u	0.1625	0.1624	0.1465	0.1455	0.1718	0.1714
sigma_e	0.1296	0.1296	0.1114	0.1114	0.1403	0.1403
rho	0.6114	0.6112	0.6337	0.6306	0.5998	0.5988

(注1) 括弧内はz値を示す。

(注2) **、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意なことを示す。

付表 2 推定結果（銀行借入比率）ータイ、マレーシア、インドネシア

銀行借入比率

	Random Effect Model					
	タイ		マレーシア		インドネシア	
	1	2	3	4	5	6
総資産(対数値)	0.032*** (19.410)	0.031*** (19.280)	0.012*** (12.930)	0.012*** (12.960)	0.019*** (11.650)	0.019*** (11.660)
内部留保	-0.031** (-9.370)	-0.032*** (-9.380)	-0.010*** (-7.030)	-0.011*** (-7.160)	0.001 (0.440)	0.001 (0.540)
資本集約度	0.15*** (15.690)	0.15*** (15.620)	0.056*** (11.360)	0.055*** (11.200)	0.138*** (14.700)	0.134*** (13.960)
鉱業ダミー		0.009 (0.250)		-0.014 (-0.740)		-0.030 (-1.640)
製造業A(軽工業)ダミー		0.016 (1.000)		0.008 (0.920)		0.058*** (3.750)
製造業B(重工業)ダミー		0.016 (1.310)		0.018*** (2.830)		0.016 (1.120)
建設・不動産業ダミー		0.005 (0.330)		0.007 (0.830)		0.020 (1.280)
運輸・倉庫業ダミー		0.051** (2.420)		-0.012 (-0.940)		0.048*** (2.980)
通信・情報業ダミー		0.030 (1.140)		-0.019* (-1.800)		0.022 (1.010)
年トレンド	-0.006*** (-18.340)	-0.006*** (-18.280)	-0.002*** (-16.170)	-0.002*** (-16.200)	-0.003*** (-8.600)	-0.003*** (-8.510)
定数項	-0.182*** (-10.130)	-0.191*** (-10.140)	-0.055*** (-5.130)	-0.061*** (-5.420)	-0.091*** (-4.820)	-0.108*** (-5.490)
Number of observation	9969	9969	12647	12647	8451	8451
Number of groups	699	699	1009	1009	840	840
Wald chi2	811.30	818.79	523.49	543.32	414.88	445.51
R-sq: within	0.0747	0.0747	0.0423	0.0423	0.0365	0.0367
between	0.1138	0.1238	0.0314	0.0465	0.1313	0.1579
overall	0.0922	0.0981	0.0345	0.0463	0.0925	0.1129
sigma_u	0.1219	0.1215	0.0774	0.0767	0.1307	0.1291
sigma_e	0.1090	0.1090	0.0574	0.0574	0.1075	0.1075
rho	0.5558	0.5542	0.6452	0.6411	0.5966	0.5905

(注1) 括弧内はz値を示す。

(注2) ***, **, *はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意なことを示す。

付表 3 推定結果（社債比率）ータイ、マレーシア、インドネシア

債券比率

	Tobit Model					
	タイ		マレーシア		インドネシア	
	1	2	3	4	5	6
総資産（対数値）	0.091*** (35.390)	0.092*** (35.250)	0.121*** (11.620)	0.12*** (11.580)	0.092*** (24.250)	0.091*** (23.630)
内部留保	0.002 (0.210)	0.004 (0.330)	-0.036 (-1.470)	-0.035 (-1.610)	0.052*** (3.140)	0.059*** (3.420)
負債比率	0.33*** (16.290)	0.332*** (16.330)	0.535*** (7.420)	0.519*** (7.260)	0.396*** (14.220)	0.402*** (14.280)
資本集約度	-0.138*** (-9.350)	-0.136*** (-9.200)	-0.178*** (-3.030)	-0.077 (-1.200)	-0.115*** (-6.080)	-0.072*** (-3.320)
鉱業ダミー		-0.077*** (-3.370)		-0.099 (-1.130)		-0.047** (-2.510)
製造業A（軽工業）ダミー		-0.036*** (-3.140)		-0.099* (-1.790)		0.019 (1.280)
製造業B（重工業）ダミー		0.013 (1.520)		0.007 (0.210)		0.007 (0.490)
建設・不動産業ダミー		0.036*** (3.210)		0.048 (1.410)		0.066*** (4.350)
運輸・倉庫業ダミー		-0.015 (-1.050)		-0.267*** (-3.660)		0.018 (0.980)
通信・情報業ダミー		0.006 (0.330)		-0.048 (-0.910)		0.024 (1.190)
年トレンド	0.006*** (7.040)	0.006*** (6.900)	-0.003 (-1.100)	-0.003 (-1.210)	-0.004*** (-3.190)	-0.003*** (-3.070)
定数項	-1.482*** (-38.500)	-1.499*** (-38.370)	-2.447*** (-13.530)	-2.42*** (-13.430)	-1.564*** (-26.670)	-1.596*** (-26.370)
Number of observation	9969	9969	12647	12647	8451	8451
LR Chi2	3204.49	3249.30	575.66	605.95	1674.95	1713.94
Log likelihood	-1106.82	-1084.41	-487.1476	-472.0031	-1026.878	-1007.38
Pseudo R2	0.5914	0.5997	0.3714	0.3909	0.4492	0.4597
sigma	0.1859	0.1843	0.3324623	0.3243141	0.214268	0.2134775
left-censored	8593	8593	12467	12467	7598	7598
uncensored	1376	1376	180	180	853	853

（注1）括弧内はz値を示す。

（注2）***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意なことを示す。



金融庁金融研究センター

〒100-8967 東京都千代田区霞ヶ関 3-2-1
中央合同庁舎 7 号館 金融庁

TEL: 03-3506-6000

URL: <https://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>